



*Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho
Mercantil*

2008/18

marzo 2008

**LUCES Y SOMBRAS EN LA REFORMA DE OPAS: EL PAPEL DE LA
JUNTA GENERAL EN RELACIÓN CON LAS MEDIDAS DEFENSIVAS
ISABEL FERNÁNDEZ TORRES**

DOCTOR EN DERECHO. DEPARTAMENTO DE DERECHO MERCANTIL
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID.

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93/5484
E-mail autor: ifertorres@der.ucm.es

<http://www.ucm.es/centros/webs/d321/index.php>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense

<http://www.ucm.es/eprints>

www.ucm.es/BUCM/der/10437.php

Copyright © 2008 por el autor.

Resumen:

Tras años de espera y de intensos debates en el seno de la Unión Europea, la Directiva de OPAs vio finalmente la luz en abril de 2004. La Directiva pretendía establecer un marco normativo común a los Estados miembros al mismo tiempo que adoptaba medidas tendentes a facilitar o fomentar la formulación de OPAs. Los dos pilares fundamentales sobre los que se asienta el nuevo marco jurídico son: el deber de pasividad de los administradores y el principio de neutralización. En definitiva, la Directiva pretendía eliminar los obstáculos que proliferan en los mercados europeos y que condicionan o limitan de manera severa la formulación de una OPA, al ser escasas las posibilidades de que ésta tenga éxito. No obstante, esa finalidad se ha visto en parte desvirtuada como consecuencia de la introducción de un régimen opcional que deja en manos de los Estados miembros (o incluso de las propias sociedades cotizadas) aspectos esenciales de la regulación de las OPAs.

España ha procedido recientemente a adaptar su régimen legal en esta materia. En relación con el deber de pasividad, el artículo 60 bis LMV establece que durante el período de aceptación de la oferta, los administradores deben recabar la autorización previa de la Junta para la realización de cualquier operación susceptible de frustrar la operación. Se trata de una medida tendente a proteger a los accionistas asegurando que sean éstos quienes realmente decidan acerca del futuro de la compañía. La obligación de recabar la autorización de la Junta se extiende a las medidas o decisiones adoptadas con anterioridad a la formulación de la oferta pero aún no ejecutadas totalmente.

En definitiva, se trata de asegurar que la decisión última sea adoptada por los accionistas.

Este trabajo intenta analizar la distribución de poderes en la sociedad opada, concretamente, el poder de los administradores y los derechos de los accionistas.

Palabras clave: OPAs, Medidas defensivas, Deber de pasividad, Autorización de la Junta, Neutralización, Reciprocidad.

Abstract:

The final text of the long-awaited Takeover Bids Directive, as adopted by the Council and the European Parliament, provides two important rules: board

neutrality and breakthrough. The purpose of the Directive was to facilitate takeover activity through the removal of the main obstacles in order that takeovers could be undertaken on equal conditions in the different member States. These key rules I am referring to, restrict the use or availability of different types of instruments which can be exploited by companies to thwart hostile bids. Nevertheless, the final text allows for considerable deviation at national level from its key provisions. As a consequence, the impact of the Directive depends largely on the implementation in the Member States.

Spain has just transposed the Directive (Law 6/2007, 12th of april, developed by the 1066/2007, 7th of july, *Takeover Act*). Regarding the *passivity rule*, it provides that during the bid period the board of the target company must obtain prior authorization from the general meeting of shareholders before taking any action which may result in the frustration of the bid (that is, the board of the company of the offeree has to be *neutral* after the bid is announced). This rule may facilitate takeover activity by limiting the board's power to raise obstacles to hostile takeovers to the detriment of shareholders interests. That is Board should running the company but shall ask for authorization for any action that could frustrate the bid, specially: the sell of the crown's jewels, transactions with the securities (poison pills, green-mail, LBO, MBO, stalking horse), new shares, extraordinary earnings per share or compensations. It safeguards shareholders against opportunistic behaviour of the incumbent management and ensures that is indeed the owners who decide on the future of the company. This obligation to look for shareholders approval is extended to the implementation of decisions taken before the bid has been announced but not yet fully implemented.

In the event of a takeover bid, the ultimate decision must be with the shareholders. They should always be able to decide whether to tender their shares to a bidder and at what price. This is an essential feature of companies listed on a stock exchange where shares can be acquired through purchases in the market and through public offers.

This paper intends to analyse the allocation of power in the takeover context, specially board's power and shareholders rights.

Key words: Takeovers, Defensive measures, Passivity rule, General meeting authorisation, Neutralization, Reciprocity.

**LUCES Y SOMBRAS EN LA REFORMA DE OPAs: EL PAPEL DE LA
JUNTA GENERAL EN RELACIÓN CON LAS MEDIDAS DEFENSIVAS* ****

ISABEL FERNÁNDEZ TORRES

SUMARIO:

I.	Introducción.....	5
II.	El artículo 60 bis LMV como delimitador de competencias entre los órganos societarios.....	14
	1) Consideraciones generales.....	14
	2) Las obligaciones de los órganos de administración y dirección durante la oferta.....	15
	a) La prohibición de adoptar medidas que puedan impedir el éxito de la oferta: una perspectiva comparada.....	15
	b) La <i>passivity rule</i> tras la reforma de la Ley de Mercado de Valores y el RD 1066/2007, de 27Julio.....	30
	c) Una breve aproximación a algunas medidas dudosas.....	38
III.	El papel de la Junta general en relación con las medidas defensivas.....	44
	1) El carácter permisivo del artículo 60 bis LMV.....	44
	2) El criterio delimitador de las actuaciones durante la oferta: las actuaciones anteriores y las decisiones posteriores al anuncio.....	47
	3) El acuerdo de la Junta general.....	54
	4) El acuerdo de neutralización de las medidas defensivas.....	58
	5) La regla de la Reciprocidad.....	64
IV.	Conclusiones.....	66

* Este trabajo ha sido realizado en el marco del Proyecto de Investigación SEJ 2007-63752, titulado “Estudio de la función de la Junta general en las sociedades de capital: problemas y propuestas de solución”, que ha sido financiado por el Ministerio de Educación y Ciencia.

** El trabajo tiene su origen en la ponencia presentada en el Seminario Harvard “Comparative experiences on listed companies law” celebrado en la Facultad de Derecho de la Universidad de Harvard, Cambridge, los días 15-17 de octubre de 2007.

I. Introducción.

Hablar de OPAs significa hablar de mercado de control societario, es decir, de aquel mercado activo de compra y venta de participaciones accionariales significativas.

La característica de este mercado es su objeto: el control de las sociedades. La separación entre propiedad/aportación y administración de la sociedad ha llevado consigo la atomización del accionariado permitiendo que se obtenga el control de la sociedad mediante la adquisición de una participación accionarial que resulte suficiente para acceder a los centros de decisión de la sociedad sustituyendo a las personas que los integran e imponiendo nuevas formas de gestión o de actuación.

El mercado de control cumple en este sentido una función económica de vital importancia al favorecer una asignación de los recursos más eficiente a través de la realización de operaciones de reordenación y de reorganización de las estructuras empresariales. Esta función reporta unos sustanciosos beneficios al conjunto de los accionistas no sólo a los de aquellas sociedades sometidas a un proceso de adquisición sino que también se benefician los de otras sociedades ya que al ser la gestión más eficiente, debe llegarse a una cotización más elevada de las acciones impidiendo con ello, además, la realización de operaciones de control indeseadas. En definitiva, el mercado de control favorece el redimensionamiento de las empresas, su concentración, atendiendo a criterios de mayor especialización¹.

¹ Sobre el mercado de control vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, J, *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAS*, Madrid, 1999, págs. 1-48 y SÁNCHEZ CALERO, J. *La armonización disgregante: la Directiva de OPAS y el principio de neutralización de medidas defensivas*, E-Print 2006/3, mayo 2006, www.ucm.es/eprints.

Los presupuestos jurídicos sobre los que descansan las tomas de control u OPAs son completamente distintos de aquellos sobre los que se asientan otras operaciones societarias como la fusión o la escisión. Las tomas de control se caracterizan, en principio, por su virtualidad para eludir cualquier intervención del órgano de administración y gestión correspondiendo la decisión sobre la operación directa y únicamente a los accionistas. Las operaciones de toma de control facultan al adquirente para sustituir a los antiguos directivos e imponer un cambio radical de los criterios de gestión de la sociedad que lleven a aumentar la rentabilidad de la sociedad.

Ahora bien, el funcionamiento del mercado de control se ve entorpecido por una serie de obstáculos de muy diverso orden entre los que –por razones de la materia objeto de estudio– destacaríamos dos: por un lado, los que derivan de la propia estructura del mercado de control (extensión del mercado y estructura de propiedad de las sociedades que lo integran) y, por otro, la adopción por gran parte de las sociedades de medidas de defensa o blindaje con las que se busca disuadir a posibles oferentes no deseados, sobre todo por los órganos directivos que pueden ver en ellas una manera de perpetuarse en el cargo.

Por lo que se refiere a la estructura de propiedad de las sociedades cotizadas, en el mercado de control español se constata la frecuente existencia de participaciones de control en manos de grupos familiares o financieros que han excluido tradicionalmente por sí mismas cualquier

intento de adquisición que no haya sido expresamente pactado². La presencia de uno o varios accionistas de control es una característica propia de los mercados de la Europa continental en general y uno de los elementos diferenciadores respecto del sistema norteamericano e incluso del inglés en los que el elemento diferenciador o particularidad es la dispersión del accionariado y, por consiguiente, la separación entre propiedad y control³.

² Del análisis de los Informes de Gobierno Corporativo del año 2005, el 86,7% de las sociedades del IBEX-35 (28 sociedades) tienen un capital flotante superior al 40%. Sin embargo, se constata una elevada concentración accionarial: es decir, en las sociedades con mayor capitalización bursátil, la participación media del primer accionista alcanza casi el 30% siendo la participación media de los 5 mayores accionistas superior al 45% (47,87%) (SÁNCHEZ-CALERO, J./FUENTES NAHARRO, M./FERNÁNDEZ TORRES, I, *La Junta General en las sociedades cotizadas (algunas referencias empíricas sobre sus aspectos principales)*, RDBB 104, octubre-diciembre 2006, págs. 201-202, gráficos 11 y 12).

Por lo que a la naturaleza o identidad del propietario se refiere, del estudio de la Comisión del Mercado de Valores *Propiedad y blindaje de las empresas cotizadas españolas. 1996-2002*, elaborado por SANTANA MARTÍN/AGUIAR DÍAZ (Monografías nº 5, mayo 2004, especialmente págs. 21-25) se observa que en 1996 los accionistas controladores en las empresas de mayor capitalización eran los Bancos y Cajas de ahorro junto con las Administraciones públicas, en los últimos años se constata una mayor presencia de grupos familiares y la pérdida del peso de las Administraciones públicas y Bancos y Cajas; a favor de la mayor ponderación de empresas no financieras de propiedad difusa. Entre las empresas de capitalización media, destaca la existencia mayoritaria de grupos familiares junto con una mayor incorporación de Bancos y Cajas como principales accionistas a medida que disminuye el tamaño de las empresas. En cuanto a las empresas de menor capitalización, aumenta el peso del control familiar disminuyendo significativamente la ponderación de Bancos y Cajas.

En torno al 50% de las empresas cotizadas españolas son controladas por grupos familiares habiendo pasado del 40,3% en 1996 al 52,7% en 2002; los Bancos o Cajas de ahorro controlan en 2002 alrededor de un 18% (la evolución ha seguido una dirección inversa pues en 1996 controlaban el 24,2%).

³ En España, en 2005, en el 27% de las sociedades cotizadas encontramos un accionista de control que posee el 50% o más de los derechos de voto de la compañía. En el 39% de las cotizadas, el principal accionista tenía menos del 20% de los derechos de voto; y, finalmente, en el 34% de las compañías cotizadas se podía encontrar un accionista de control con un porcentaje de los deberes de voto entre el 20 y el 50%.

La concentración del accionariado y los cruces de propiedad que caracterizan a las sociedades españolas son elementos que las alejan del modelo teórico de la gran sociedad bursátil que se caracteriza por la separación absoluta de la propiedad y la gestión y por la posibilidad de obtener su control a través de una simple apelación al mercado, estas peculiaridades que acabamos de señalar afectan a la trascendencia por parte de los administradores de emplear medidas defensivas.

Normalmente, en una sociedad con accionistas de control la posibilidad de poner en marcha medidas defensivas es menos relevante que en aquellas en las que el capital está muy disperso; los accionistas de control son quienes, en definitiva, asumen o retienen para sí las decisiones de gestión empresarial incluyendo la adopción de medidas defensivas. No obstante, se constata un cierto cambio de tendencia por lo que al mercado de control societario español se refiere. 2006 fue un año rico en operaciones corporativas produciéndose una considerable actividad de OPAs para la toma de control de empresas⁴.

⁴ En 2006 se autorizaron 21 OPAs de las que cuatro no finalizaron al producirse el desistimiento en régimen de competidoras y una se encontraba en fase de aceptación al cierre de 2006 [no se incluyen en las estadísticas la información relativa a otras cinco ofertas presentadas en 2006 cuya tramitación no se completó en ese año 2006: oferta sobre Sablia XXI, Telepizza por exclusión y Fadesa Inmobiliaria (ya autorizadas) y sobre Tafisa y Ayco Grupo Inmobiliario (en fase de tramitación)- datos extraídos del informe Anual 2006 sobre los mercados de valores y su actuación [www.cnmv.es/index .htm](http://www.cnmv.es/index.htm)]. La razón de este aumento en el número de operaciones registradas no es sino consecuencia, en parte, de la globalización de los mercados.

OPAs (importes en millones de euros) ⁵					
	2002	2003	2004	2005	2006
Autorizadas					
número	17	13	9	13	21
importe potencial ¹	5589	7535	2048	7511	62615
Realizadas					
número ²	17	12	9	9	14
importe ³	4318	4335	1973	6822	18997

1. No incluye el importe potencial en que hubo desistimiento. La oferta sobre Endesa se incluye por su importe definitivo tras la modificación autorizada en febrero 2007.

2. Todas las autorizadas aunque finalicen en el ejercicio siguiente sin incluir las de efecto negativo o desistimiento. Los datos 2006 no incluyen una oferta con plazo de aceptación abierto (Endesa).

3. El importe de la OPA sobre Arcelor solo incluye datos para el mercado español.

Si bien los obstáculos estructurales a los que acabamos de referirnos son importantes, en los últimos tiempos mayores conflictos han suscitado los

⁵ Como muestra el cuadro, tanto el importe como el volumen de las operaciones superaron considerablemente el nivel de años anteriores. La finalidad de las ofertas en 14 de los 21 casos era alcanzar el control de la compañía afectada –entendido como una participación superior al 50% del capital– bien sin participación previa (11 casos), bien aumentando su posición (3 casos). 9 de las ofertas autorizadas en 2006 incluían un pacto previo del oferente con accionistas de referencia de la afectada. Salvo en un caso los pactos se dan en ofertas cuya finalidad es alcanzar el control. De éstos, 6 son compromisos de aceptación que suponen la salida del accionista de control previo y 2 son acuerdos en los que los accionistas de referencia permanecen en la compañía asumiendo el papel de co-oferentes junto con un nuevo socio financiero o industrial (vid. *Informe anual 2006 sobre los mercados de valores y su actuación*, disponible en www.cnmv.es).

obstáculos de tipo jurídico que tienen que ver con la adopción por las sociedades bursátiles de medidas de defensa o de blindaje⁶. Las medidas defensivas tienen su origen en la utilización de una serie de herramientas o instrumentos que proporcionan un mayor poder a los agentes que controlan las decisiones corporativas. En consecuencia, las medidas de blindaje constituyen uno de los instrumentos de gobierno que pueden influir –y de hecho influyen– en mayor medida en el comportamiento de las empresas cotizadas españolas. Se trata de mecanismos usados por las empresas para dificultar al máximo cualquier intento de OPA hostil. Existe una variada gama de medidas utilizadas con este fin y contra las que la Comisión y el Tribunal

⁶ El porcentaje de empresas cuyos estatutos contienen una disposición defensiva experimenta un descenso notable entre 1996 y 2005 pasando de un 42% a un 35% si bien este descenso no se produce de forma lineal. Según el estudio una década de blindaje en España anteriormente citado, el porcentaje de empresas blindadas llegó a aumentar entre 1996 y 2002, pero descendió a partir de 2003 lo que, en opinión de sus autores, no es sino fiel reflejo de la entrada en vigor de la normativa sobre transparencia.

Según los más cualificados estudios, las medidas defensivas restan valor a las empresas (BEBCHUK/COHEN/FERREL, *What matters in corporate governance?*, Discussion Paper, Harvard Law School, mayo 2005, CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto, 1986, pág. 589). De hecho, alguno de estos autores sostiene que el sistema legislativo puede afectar al nivel de utilización de medidas defensivas; así: BEBCHUK, *A rent protection theory corporate ownership and control*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 7203, 1999; NENOVA, *The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis*, Journal of financial Economics, vol. 68, 2003-3, págs. 325-351.

Como conclusión sobre empresas blindadas y tamaño, los autores afirman que se encuentran más empresas blindadas entre las medianas y grandes que en las pequeñas sociedades cotizadas y entre las nuevas empresas que salen a bolsa, son las más pequeñas las que se blindan en mayor medida. Así, en 2005 el porcentaje de empresas blindadas entre las grandes y las medianas se situó en el 40% mientras que las pequeñas fue del 26%. Los porcentajes resultan llamativos cuando se comparan con algunos países de nuestro entorno. Así, en el Reino Unido el 69% de las sociedades cotizadas no contienen ninguna medida defensiva (frente al 38-40% en España); un 25% de las compañías cotizadas en el Reino Unido incluyen una medida en los estatutos (frente al 49% en España), un 3% incluye 2 cláusulas de blindaje frente al 13% de las sociedades cotizadas españolas (al respecto, vid.: *Report on the proportionality principle in the European Union*, 18 mayo 2007).

de Justicia europeos han luchado en estos últimos años: acciones de oro; vetos políticos discrecionales; limitaciones legales a la inversión, etc...Contra esas medidas se han opuesto las autoridades de Bruselas buscando hacer realidad la libre circulación de capitales y la libertad de establecimiento⁷. Más

⁷ Las acciones de oro surgieron a raíz de los procesos de privatización de las empresas que tuvieron como consecuencia la eliminación del control público sobre las empresas privatizadas; sin embargo, por la naturaleza de los servicios seguía existiendo un interés público en su continuidad mediante la atribución de ciertos poderes de intervención sobre las decisiones empresariales. Aunque el contenido de las acciones de oro puede ser variado, implica siempre una intervención administrativa.

Tanto la Comisión como el Tribunal de Justicia Comunitarios han entendido que pueden ser compatibles con el Derecho comunitario “las medidas de intervención proporcionadas con el fin de interés público perseguido, que se funden en criterios objetivos y que consistan en vetos o fórmulas similares y no en autorizaciones o restricciones previas. Son incompatibles las habilitaciones de amplios poderes discrecionales, ejercitables sin suficiente predeterminación normativa para obstaculizar, mediante autorizaciones, la libre decisión de la empresa” (MUÑOZ MACHADO, voz “acciones de oro”, *Diccionario de Derecho Administrativo*, Tomo I, Madrid, 2005). El TJCE en tres sentencias de 4 de junio de 2002 (*Comisión c. Francia, Comisión c. Bélgica y Comisión c. Portugal*) declaró que las normativas nacionales que distinguen entre inversores extranjeros y nacionales, o que exigen un régimen de autorización previa con un poder discrecional muy alto para el Estado, son contrarias a la libre circulación de capitales. Sin embargo, el TJCE también entiende que algunas restricciones a la libre circulación de capitales son admisibles por razones de *orden público* o de *seguridad pública* o incluso de *interés general*. La admisibilidad de las restricciones está condicionada al respeto de tres principios: principio de neutralidad, de necesidad y de proporcionalidad. Esta jurisprudencia ha sido ratificada en relación con las legislaciones española y británica que igualmente han sido declaradas contrarias a esa libertad por mantener procedimientos de autorización previa (*Comisión c. España, Comisión c. Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte*, STJCE 13 de mayo de 2003). Vid. SÁNCHEZ FELIPE, voz “Mercado Interior Europeo”, *Diccionario de Derecho de la Competencia*, Madrid, 2006; SALAZAR MARTÍNEZ- CONDE/HERNÁNDEZ, *La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas*, RDBB 97, 2005, págs. 97 y sigs. especialmente, págs. 115–125; VELASCO SAN PEDRO/SÁNCHEZ FELIPE, *La libertad de establecimiento de las sociedades en la UE. El estado de la cuestión después de la SE*, RdS 2002–2, núm. 19, págs. 15 y sigs., especialmente, págs. 31–32; SPINDLER, *El derecho europeo de sociedades después de Inspire Art y Golden Shares*, RdS 2004–2, núm. 23, págs. 65 y sigs.; BUSTILLO SAIZ, *Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la “doctrina” de la acción de oro (1ª y 2ª parte)*, RDM núms. 259 y 260, 2006, págs. 7–52 y 457–509, especialmente 2ª parte, págs. 457 y sigs.

aún, el Informe de la Comisión de 21 de febrero de 2007 (SEC (2007)268) sobre la implementación de la Directiva de OPAs denuncia la existencia de blindajes en un gran número de sociedades europeas para defenderse de posibles OPAs no deseadas y en la misma línea puede consultarse el *Informe sobre el Principio de proporcionalidad de la UE*, de 18 de mayo de 2007⁸.

En consonancia con este planteamiento de las instituciones europeas y con las recomendaciones del propio Informe Winter sobre OPAs, de 10 de enero de 2002 (o del propio Código Unificado de Buen Gobierno de mayo de 2006), tanto la Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004, como la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, para la modificación de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores, han introducido importantes modificaciones en relación con las medidas defensivas. El nuevo régimen jurídico establecido tanto en la Ley como en su norma de desarrollo –Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores– intenta establecer un régimen

Más recientemente, la Sentencia del Tribunal de Justicia de la CE 2005/161, de 2 de junio, en relación con el Decreto Ley 192, de 25 de mayo de 2001, de la República de Italia en el que se establece la limitación de los derechos de voto de las acciones propiedad de empresas públicas de otro país que superen el límite del 2% del capital social en empresas que operan en Italia en los sectores de la electricidad y del gas.

⁸ Si bien, recientemente (el 3 de octubre de 2007) el Comisario Mc Creevy en el comunicado emitido señala que dado que no hay evidencias respecto a las consecuencias negativas que para las empresas pueden derivarse de la utilización de medidas defensivas, renuncia a promover cualquier tipo de iniciativa legislativa respecto del principio *one share-one vote* (FUENTES NAHARRO, *Algunas consideraciones sobre el informe acerca del principio de proporcionalidad entre propiedad y control en la UE*, RdS 29, 2007-2, págs. 541 y sigs.

restrictivo de blindajes sometiendo la adopción de las decisiones en esta materia a la Junta general de accionistas.

La nueva regulación consagra en el artículo 60 bis LMV no sólo la tradicional *passivity rule* o deber de pasividad de los administradores respecto de medidas que pudieran obstaculizar el desarrollo de la OPA sino que, además, establece una regulación más exhaustiva que la hasta ahora existente. El órgano de administración de la sociedad afectada –en consonancia con sus deberes fiduciarios– ve sus márgenes de actuación limitados con el fin de impedir que puedan interferir en el proceso de la OPA. De esta manera, toda decisión que pueda impedir el éxito de la oferta deberá ser autorizada previamente por la Junta general. El régimen de intervención de la Junta general diseñado por el artículo 60 bis LMV debe completarse con la norma reglamentaria a la que se remite. Sin embargo, algunas de las precisiones contenidas en la referida norma reglamentaria suscitan dudas, problemas de interpretación y de coordinación con respecto a lo establecido en el régimen legal. Más aún, la utilización de cláusulas de blindaje en las empresas constituye una práctica habitual que se ha planteado en toda su gravedad en España en relación con la pugna por Endesa⁹ y desde este punto de vista, la reforma puede considerarse como insuficiente. Es probable que esta insuficiencia sea consecuencia del propio fracaso o de la renuncia de las propias instituciones europeas en favor de la aprobación de la Directiva tan largamente esperada que se ha conformado con establecer una regla de mínimos contenidos comunes.

⁹ Algunos de los expertos, que ven en ellas no sólo una vulneración de los principios comunitarios sino también –y lo que es más grave– un atentado contra el derecho de propiedad consagrado en los artículos 33.3 y 53.1 de nuestra Ley Fundamental. GASPAR ARIÑO, *Los blindajes: ¿pero de quién es la empresa?*, La Ley, núm. 6685, 3 de abril de 2007.

Pues bien, teniendo en cuenta que una de las piezas clave en el contexto de las ofertas públicas de adquisición son las vías por las que las compañías pueden hacer uso de las medidas de blindaje como mecanismo preventivo y defensivo frente a una toma de control, trataremos en las siguientes páginas de analizar cuál es el órgano competente para adoptar las medidas defensivas, cuándo pueden adoptarse dichas medidas y cuáles son las características de los acuerdos. Finalmente, trataremos de ver si las medidas defensivas tienen alguna justificación o no. El análisis de estas cuestiones se afrontará desde una perspectiva comparada.

II. El artículo 60 bis LMV como delimitador de competencias entre los órganos societarios.

1) Consideraciones generales.

El nuevo artículo 60 bis LMV se enmarca dentro del Capítulo V del Título IV de la LMV titulado “De las ofertas públicas de adquisición” y es el que más se ha visto afectado por la nueva reforma.

Por lo que se refiere al contenido concreto del artículo 60 bis LMV es conveniente señalar que el propósito de la norma es claro: limitar las posibilidades de actuación de los administradores, que podrían proceder movidos por razones de pura conveniencia personal, evitando que interfieran en el normal desarrollo de la operación. Esta regla tradicional en el ámbito de las OPAS y conocida como *passivity rule*, requiere alguna matización ulterior

pues se redacta en este artículo 60 bis LMV en términos más permisivos de los que con anterioridad a la reforma conocíamos.

El análisis de este principio debe completarse con lo establecido en el artículo 28 RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre régimen de las OPAS.

Trataremos pues en las próximas páginas de analizar la posición del órgano de dirección o *management* de la sociedad afectada por el lanzamiento de una OPA a la luz del nuevo derecho nacional. Ello nos obligará a recordar, siquiera de manera sucinta, los rasgos definitorios del referido principio en las legislaciones nacionales más importantes –sin olvidar el derecho comunitario– así como el alcance y significado de las reglas contenidas tanto en el artículo 60 bis LMV como en el artículo 28 RD sobre OPAS.

2) Las obligaciones de los órganos de administración y dirección durante la oferta.

a) La prohibición de adoptar medidas que puedan impedir el éxito de la oferta: una perspectiva comparada.

La regla de la pasividad es, como hemos indicado anteriormente, una norma tradicional en el ámbito del mercado de valores¹⁰.

¹⁰ Se espera que 18 Estados Miembros en total impongan la aplicación del deber de pasividad de los administradores. Sin embargo, esta obligación de neutralidad no es nueva en ninguno de esos Estados, excepto en uno. En 13 de los 14 Estados Miembros que han adaptado su legislación a la Directiva de OPAs, ya existía un deber de pasividad concebido en términos iguales o similares a como se contempla en la Directiva. Así,

Recogida ya en el artículo 14.1 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen OPAS ha de entenderse como norma general en el derecho comparado europeo. El referido artículo 14.1 establecía un mandato inequívoco para los administradores de la sociedad afectada de abstenerse de realizar cualquier operación que no fuera propia de la actividad ordinaria de la sociedad y que pudiera perjudicar el desarrollo de la oferta debiendo prevalecer en todo momento el interés de los accionistas sobre los suyos propios¹¹. El fundamento de estas medidas descansaba por un lado, en el principio de igualdad de trato; y, por otro, en el principio de protección de los intereses ajenos. Junto a estos elementos, la doctrina encontró dos justificaciones más a la regla de pasividad: por un lado, razones de orden económico (ligadas al deseo de eliminar cualquier obstáculo al desarrollo de la OPA) y, por otro, razones de carácter eminentemente jurídico (tutela del carácter democrático de las OPAS en el sentido de que han de ser los

excepto Malta, ningún Estado Miembro ha optado o pretende optar por imponer la regla de pasividad allí donde antes no era aplicada. En algunos Estados no existía un deber de pasividad en sentido estricto antes de la transposición de la Directiva por lo que han optado –excepto Malta– por incorporarla sólo de forma opcional. Ahora bien, se advierte que en algunos de esos Estados Miembros que no han impuesto o pretenden imponer un estricto deber de neutralidad, el órgano de dirección ve sus márgenes maniobra limitados en relación con el uso de medidas defensivas post-oferta (vid. *Report of the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Bruselas, 21-02-2007, SEC (2007), 268).

¹¹ En relación con la figura de la *passivity rule* a la luz del Decreto de 1991 vid: GARCIA DE ENTERRÍA, J, *Mercado de control...*, págs. 170-175; GARRIDO GARCÍA, “La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil”, *Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, Tomo III, Madrid, 2002, págs. 2719 y sigs.; FERNÁNDEZ DE LA GANDARA/SÁNCHEZ ALVAREZ, *Limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada por el lanzamiento de una OPA*, RdS 18, 2002-1, págs. 231 y sigs.; TAPIA SÁNCHEZ, *El difícil camino de la OPA en el cambio del control societario*, RDBB 99, 2005, págs. 99 y sigs.; FERNÁNDEZ DE LA GANDARA, *Alcance y significado de la passivity rule tras la aprobación de la Directiva 2004/254/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición*, RdS 25, 2005-2, págs. 307-310.

accionistas destinatarios de la oferta quienes decidan libremente sobre ellas)¹². En definitiva, el artículo 14 del RD de 1991 no establecía una paralización de la actividad del órgano de administración sino una prohibición de realizar actuaciones propias de la actividad extraordinaria que pudieran perturbar el desarrollo de la oferta con el fin de impedir actuaciones en beneficio de sus propios intereses y en detrimento de los intereses de los accionistas¹³. Así, podrían continuar desempeñando su cargo sin otras limitaciones que las que derivaban del artículo 14 RD y las de las reglas generales del Derecho de sociedades.

La referida regla, anclada en el principio de neutralidad, excluía la posibilidad misma de que los administradores pudieran convocar junta general para debatir en ella los términos de la oferta. De esta manera, debía entenderse prohibida tanto la convocatoria de una Junta meramente informativa (aspecto cubierto por el riguroso régimen informativo a que la operación se hallaba sometida así como por el control realizado por la CNMV) como de Juntas destinadas a modificar estatutos o establecer medidas obstruccionistas. El deber de pasividad a que estaban sujetos los administradores conforme a lo establecido en el artículo 14 RD sólo podía excepcionarse en los supuestos legalmente previstos o cuando pudiera existir una amenaza grave de infringir mandatos legales directamente conectados con las OPAs; si bien en este último caso, la conducta permitida a

¹² TAPIA HERMIDA, A, “Artículo 14”, *Régimen jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición*, Tomo I, dir. Sánchez Calero, Madrid, 1993, págs. 376 y sigs.

¹³ EASTERBROOK/FISCHEL, *Proper role of Target's Management in responding to a tender offer*, 94 Harvard Law Review, 1981, págs. 1173–1174.

los administradores se limitaba a poner en conocimiento del organismo público pertinente las supuestas infracciones o irregularidades¹⁴.

La medida –ciertamente rigurosa¹⁵– podía resultar en ocasiones un tanto problemática, ya que hacía necesario interpretar los actos atendiendo a la finalidad perseguida con la operación por los administradores. En efecto, algunos “actos de gestión ordinaria” eran susceptibles –por las condiciones en que se realizan– de dificultar o impedir el libre proceso de decisión de los accionistas.

El rigor de la medida no se vio atemperado en nuestro país –a diferencia de cuanto sucedía en nuestro entorno– por la posibilidad de legitimar a la Junta para autorizar determinadas operaciones. La *passivity rule* –que encuentra sus orígenes en el derecho inglés– no se configura en los Ordenamientos de nuestro entorno de una manera tan restrictiva como la que se establecía en el RD de 1991 sino que la mayoría de las legislaciones – en consonancia con lo establecido en el ámbito comunitario¹⁶ han optado por

¹⁴ GARCIA DE ENTERRÍA, J, *Mercado de control...*, págs. 184 y sigs.

¹⁵ La única excepción a la regla prevista en el Ordenamiento era la contemplada en el artículo 20 RD en el que se establecería la obligación de los administradores de expresar en el Informe su propio criterio en relación con la OPA.

¹⁶ Por lo que se refiere al ámbito comunitario, la Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004, después de un largo proceso –con varios fracasos de por medio– ha establecido una simple regulación de mínimos comunes (sobre el proceso: REGALDO, *Le technique difensive nelle OPA ostili*, Torino, 2004, págs. 171–207). Reglas que, desde nuestro punto de vista, no han permitido alcanzar uno de los objetivos destacados por el grupo de expertos en el *Informe del grupo de expertos de alto nivel sobre ofertas públicas de adquisición* de 10 de enero de 2002: la necesidad de armonización de las reglas, el *level playing field* u objetivo de igualdad de oportunidades para la realización de ofertas públicas en el seno de la Unión. Pues bien, la Directiva ha incorporado –tal y como recomendaba el Informe de expertos de alto nivel, Recomendación I-2– la *passivity rule*

atemperar el deber de neutralidad o pasividad¹⁷ de los administradores durante el desarrollo de la oferta por la vía de posibilitar la adopción de medidas defensivas a través del correspondiente acuerdo de la Junta General, que en unos casos requerirá unas mayorías reforzadas (voto favorable del 75% según el parágrafo 33.2 WpÜG¹⁸ de 22 de diciembre de 2001 o del 30%

en el artículo 9 (apartados 1 a 4) explicada en el Considerando 15 (“para evitar toda operación que pueda frustrar la oferta, es preciso limitar los poderes del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada de emprender operaciones de carácter excepcional, sin que ello constituya un obstáculo indebido para que la sociedad afectada desarrolle su línea habitual de actividades”). Fruto del mencionado artículo 9, los administradores de la sociedad afectada no podrán emprender actuación alguna que pueda frustrar el éxito de la oferta. La solución adoptada no es sino fruto de la realidad: los conflictos de interés que suelen plantearse entre los accionistas de la sociedad afectada y los administradores de ésta, considerando que deben prevalecer los primeros. Por este motivo se admiten dos excepciones: la autorización previa por la Junta general de accionistas y la búsqueda de alternativas por los administradores.

La disciplina comunitaria se completa en relación con esta materia con la adopción del principio de neutralización o *breakthrough rule* (artículo 11); la regla implica la no aplicabilidad de diversas categorías de medidas defensivas frente a una oferta hecha pública. No obstante, la fórmula adoptada por el legislador comunitario resulta farragosa y un tanto rocambolesca. En efecto, “se permite a los Estados miembros no transponer a su ordenamiento interno la regla de la pasividad si bien, en tal caso, deberán permitir a sus sociedades cotizadas nacionales acoger voluntariamente la regla de pasividad (*opt-in*) (...), si se lanzara una opa sobre una sociedad cotizada que hubiera acogido voluntariamente la regla de pasividad y el oferente fuera una sociedad que no hubiera acogido la regla de la pasividad (...), los Estados miembros podrán permitir que la sociedad afectada no esté vinculada por la mencionada regla de la pasividad (*opt-out*)” (artículo 12).

Sobre la Directiva comunitaria: SÁNCHEZ CALERO, J., *La armonización ...*

¹⁷ Ningún Estado Miembro ha optado por imponer el deber de pasividad de los administradores allí donde antes de la transposición no se aplicaba, excepto en Malta. En aquellos Estados miembros en los que la aprobación por la Junta de las medidas defensivas post-oferta no era obligatoria antes de la transposición (Dinamarca, Alemania, Luxemburgo) han optado por no aplicar la regla dando entrada al principio de reciprocidad. Entre aquellos países que todavía no han implementado totalmente la Directiva (Bélgica, Polonia y Países Bajos) han comunicado que su intención es seguir la misma línea (vid. *Report of the implementation...*).

¹⁸ Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz de 20 de diciembre de 2001, zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen Gesetz –en adelante WpÜG–.

de acuerdo con lo establecido en el artículo 104 del *Testo Unico* sobre Intermediación financiera –en adelante TUF–¹⁹⁾ y en otros bastará una mayoría ordinaria (*rule 21* del *General Principle 7* del *City code* o artículo L225–98 del Código de Comercio francés –modificado por la Ley 2005–842 de 26 de julio de 2005, artículo 6– en relación con los artículos L433–2 y L233–32 modificados por la Ley 2006–387 de 31 de mayo de 2006 (artículo 22)²⁰.

Con respecto a los Ordenamientos en los que basta una mayoría ordinaria, el Ordenamiento francés establece en el artículo L433–2 que durante el período de la oferta, todas las medidas o decisiones susceptibles de frustrar el éxito de la oferta, así como las restricciones a la transmisión de acciones y del derecho de voto se rigen por lo establecido en los artículos L332–32 a L332–40 si bien esta última referencia ha de entenderse sustituida por los artículos L225–96 y sigs. En este último se prevé que la asamblea general ordinaria adopta los acuerdos por mayoría.

¹⁹ Al respecto vid. BERTI/SARGENTI, *Il ruolo degli amministratori della società target nella giurisprudenza del Delaware. Spunti di diritto italiano*, Rev. Le società 3/2007, págs. 368 y sigs.

²⁰ El artículo L225–98 prescribe que: “Elle ne délibère valablement sur première convocation que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le cinquième des actions ayant le droit de vote. Dans les sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne, les statuts peuvent prévoir un quorum plus élevé. Sur deuxième convocation, aucun quorum n'est requis. Elle statue à la majorité des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés”. El artículo L433–2 señala: “En période d'offre publique, les mesures dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre et les restrictions au transfert d'actions et au droit de vote sont régies par les articles L. 233–32 à L. 233–40 du code de commerce”. En relación con la Ley de ofertas públicas de adquisición francesa, vid: MUÑOZ PÉREZ, *Aprobación por el legislador francés de la Ley núm. 2006–387 de 31 de marzo de 2006 relativa a las ofertas públicas de adquisición*, RdS núm. 26, 2006–1, págs. 655 y sigs.; y en *Ley francesa núm. 2006–387 de 31 de marzo de 2006 relativa a las ofertas públicas de adquisición*, RdS núm. 27, 2006–2, págs. 567 y sigs..

En el derecho británico²¹, la Rule 21.1 establece que: “During the course of an offer, or even before the date of the offer if the board of the offeree company has reason to believe that a *bona fide* offer might be imminent, the board must not, without the approval of the shareholders in general meeting...”. La referida regla ha de conectarse con el *General Principle 3* en virtud del cual: “The board of an offeree company must act in the interest of the company as a whole and must not deny the holders of securities the opportunity to decide on the merits of the bid”. En definitiva, la normativa británica prohíbe cualquier medida adoptada por los administradores sin autorización de la Junta general de accionistas que pueda frustrar una OPA de buena fe o que elimine la oportunidad de los accionistas de pronunciarse sobre la misma. Para mayor claridad, en la regla 21 se enumeran algunas operaciones que han de entenderse comprendidas en la prohibición. Así, se prohíbe –entre otras medidas– a la sociedad *target* –en ausencia de acuerdo de los accionistas– la creación de valores que conlleven un derecho de conversión en acciones²².

Por lo que se refiere a los Ordenamientos en los que es precisa una mayoría reforzada para la adopción de medidas defensivas, el artículo 104.1 TUF establece que: “Salvo autorizzazione dell’assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane le cui azioni

²¹ El pasado 6 de abril de 2007 entró en vigor la sección 28 de la *Companies Act* de 2006, reguladora de las ofertas públicas de adquisición. Sobre las principales modificaciones, vid. PUYOL MARTÍNEZ-FERRANDO, *La transposición de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 2 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición a la legislación británica*, RDBB 106, mayo-junio 2007, págs. 214–223.

²² En el caso *Hogg v. Cramphoen* –1967, Ch. 254– la Corte sostuvo que los accionistas debía aprobar las nuevas asignaciones de acciones emitidas con el fin de bloquear o impedir el éxito de una OPA no deseada.

oggetto dell'offerta sono quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea si astengono del compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. Le assemblee deliberano, anche in seconda o in terza convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano almeno il trenta per cento del capitale. Resta ferma la responsabilità degli amministratori e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti". Por tanto, no rige una prohibición absoluta sino la obligación de adoptar o aprobar en su caso dichas medidas por parte de la Junta. Con respecto a la exigencia de un quórum o mayoría del 30%, la doctrina sostiene que cualquier juicio sobre ella no puede realizarse prescindiendo de las características estructurales del mercado financiero italiano. La doctrina a este respecto ha señalado que: "laddove la quota di controllo sia inferiore al 30%, la regola tutela gli interessi dei minoritari, operando in funzione di diritto di blocco della minoranza, che può impedire il ricorso agli strumenti difensivi. Laddove invece la quota di controllo sia superiore al 30%, è evidente che l'approvazione assembleare opera a tutela dell'*incumbent shareholder*. E poiché in Italia la quota media di controllo è, di regola, superiore al 30%, la norma si rivela, in definitiva, come strumento forte di prevenzione rispetto all'OPA ostile e quindi, in definitiva, di ostacolo al recambio del potere societario"²³. En realidad, a juicio de algunos autores, las modificaciones introducidas en el TUF no han convertido el mercado italiano en un mercado de capital más eficiente sino al contrario²⁴.

²³ MONTALENTI, *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance – Studi in tema di società per azioni*, Cedam, Padova, 1999, pág. 234.

²⁴ REGALDO, *Le technique defensive...*, pág. 122.

Respecto al vigente Derecho alemán, es preciso destacar que su reciente evolución le ha llevado –tal y como tendremos ocasión de comprobar– a un acercamiento a las posiciones del derecho norteamericano. El parágrafo 33 de la WpÜG²⁵ contiene una regulación dirigida a impedir la injerencia de los administradores. Son los accionistas quienes deben decidir sobre la operación mientras que los gestores no son sino meros ejecutores o agentes de los accionistas. Hasta aquí parecería que la norma alemana sostiene el principio de neutralidad siguiendo un esquema similar al establecido en el modelo anglosajón. Sin embargo, las excepciones que contiene el parágrafo 33 en los apartados 1 y 2²⁶ nos llevan a sostener una postura diferente. En efecto, la ley alemana permite, en primer lugar, que las operaciones que hubiera realizado un administrador, no interesado en la OPA, se sustraigan de la regla de pasividad, lo que incluye la continuación del desarrollo de la estrategia de la empresa ya iniciada; asimismo, el modelo alemán reconoce la posibilidad de buscar otros oferentes (*white Knight*); finalmente, y lo que es más importante, se prevé la posibilidad de que el *Aufsichtsrat* autorice ciertas medidas defensivas sin la previa autorización de la Junta excepto aquellas que impliquen una modificación estatutaria ya que este tipo de acuerdos entran en el ámbito competencial de la Junta. En definitiva, se prevé la posibilidad de autorizar mecanismos defensivos junto a las medidas tradicionales de búsqueda de oferentes competidores y

²⁵ “Desde la publicación de la decisión de presentación de una oferta y hasta la publicación del resultado... el órgano de dirección de la sociedad afectada no tiene permitido efectuar actuaciones, por las que pudiese verse impedido el éxito de la oferta...”.

²⁶ “Cuando con anterioridad al plazo mencionado en el apartado 1 inciso 1, la Junta general autorice al órgano de dirección la ejecución de actos que puedan impedir el éxito de la opa voluntaria, dentro del ámbito de las competencias de la Junta general, deberá especificarse en la autorización el tipo de actos que ésta permite...”.

autorización de la Junta general, sin entender que en tales casos se ponga en entredicho el principio de neutralidad. Como quiera que en el § 27 WpÜG se determina que el Consejo de Administración junto con el de vigilancia de la sociedad afectada por la OPA han de realizar conjuntamente un informe razonable sobre ésta parece que el principio de neutralidad se ve gravemente afectado. Es por ello por lo que el referido párrafo ha sido objeto de una viva polémica²⁷ sobre todo si tenemos en cuenta cuál es la composición del consejo de vigilancia. En efecto, en las sociedades con más de dos mil trabajadores el consejo de vigilancia se integra la mitad por representantes de los trabajadores de lo que se deduce que es altamente probable que se autorice la adopción de medidas defensivas.

El Ordenamiento alemán es sin duda alguna el que más se acerca al sistema norteamericano. De este último Ordenamiento debe destacarse la ausencia de la regla del deber de neutralidad de los administradores lo que les permite adoptar cuantas medidas defensivas estimen oportunas dando entrada así a la *Business Judgement Rule*²⁸. Sin embargo, es preciso advertir

²⁷ KAINER, F., *Binnen marktrechtliche Grenzen des Übernahmerechts*, ZHR 168 (2004), págs. 550 y sigs..

²⁸ La *Business Judgement Rule*, tempranamente desarrollada por la jurisprudencia norteamericana, supone un límite a la actuación de los Tribunales protegiendo la discrecionalidad técnica de los administradores; es decir, se garantiza que las decisiones empresariales no serán revisadas por los jueces desde el punto de vista de su corrección o adecuación al estándar de diligencia de un ordenado empresario. Se trata de “asegurar un espacio de inmunidad” (PAZ-ARES, *La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo*, RdS 2003-1, núm. 20, págs. 67 y sigs., especialmente, pág. 87). Las razones que subyacen detrás de “excepción” son las siguientes: (i) no existe ni debe existir tampoco una *lex artis* consolidada que pueda servir o establezca criterios para poder juzgar las decisiones empresariales; (ii) los jueces carecen de la formación necesaria para enjuiciar las decisiones empresariales y tampoco parece que deba ser ese su cometido; (iii) existe un riesgo asociado de proliferación de demandas de responsabilidad cuando se produzcan malos resultados atribuyendo éstos a

que la orientación básica del derecho Norteamericano viene marcada por una serie de decisiones de la Corte Suprema de Delaware que es conveniente resumir con el fin de entender cuál es el criterio dominante en este momento en la literatura norteamericana²⁹. Hasta 1985, los administradores de las compañías hicieron un uso indiscriminado de las *poison pill*; dicho uso en modo alguno fue cuestionado por los Tribunales. En esta primera etapa, los Tribunales adoptaron una postura muy favorable hacia la *Business Judgement Rule* en el contexto de las OPAs. Pues bien, en 1985 en el caso *Moran v. Household International, Inc.* [500 A.2d 1346 (Del 1985)], se revisó en profundidad la utilización que de las *Poison Pill* estaban haciendo los administradores de la sociedad *target*. La Corte Suprema de Delaware entendió que aún cuando en ese caso la utilización de las medidas antiopa (*poison pill*), podría estar justificada, la decisión del management de no

decisiones negligentes. Obviamente, el reconocimiento de una cierta inmunidad no significa una impunidad total sino que se limita a determinados actos (los “supuestos de deficiencia de juicio”) siempre y cuando se cumplan unas determinadas condiciones: que los administradores hubieran obtenido previamente una información razonable, cree que la decisión se adopta en el mayor beneficio de la sociedad y conforme a los procedimientos formalmente establecidos y que no tuvieran ningún interés particular sobre la operación (son principios recogidos en los *Principles of Corporate Governance* editados por el *American Law Institute*, si bien elementos esenciales del referido concepto han sido recogidos en la *Model Business Corporations Act* del año 1998, existe una fuerte resistencia a codificar la regla como tal para no restringirla demasiado, para que continúe siendo un principio flexible) GUERRA MARTÍN, *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses*, Aranzadi, 2003, págs. 437 y sigs.; LLEBOT MAJÓ, *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, Madrid, 1996, Págs. 73–84; en la doctrina extranjera: FLEISCHER, *La “Business Judgment Rule” a la luz de la comparación jurídica y de la economía del derecho*, RDM, núm. 246, 2002, págs. 1727 y sigs. Especialmente págs. 134–1735; CLARK, *Corporate...*, págs. 123 y sigs; HAMILTON, *The law of Corporations*, West Group, 2003, págs. 447–448; EASTERBROOK/FISCHEL, *La estructura económica del Derecho de sociedades de capital*, ed. Española bajo la dirección de PAZ–ARES, Madrid, 2002; BERTI/SARGENTI, *Il ruolo degli*, págs. 371 y sigs.

²⁹ Sobre toda esta materia me remito a la ponencia presentada en el Seminario celebrado en Harvard los días 15, 16 y 17 de Octubre 2007 y que será objeto de una publicación posterior.

redimir esa medida anti-opa sería revisable o apelable entre los Tribunales. En el curso de los años siguientes, la Delaware Chancery Court decidió limitar en varios casos el uso de las medidas anti-opa incluidas la *poison pill*³⁰. El cambio radical se produjo con la decisión *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.* [571 A.2d 1140 (Del 1989)], en la que el Tribunal Supremo de Delaware rechazó abiertamente la postura hasta entonces defendida por la Delaware Chancery Court y se inclinó por poner fin al uso indiscriminado de las medidas defensivas exigiendo en todo caso la autorización de los accionistas. El impacto de la decisión en el caso *Time* fue enorme y la

³⁰ En los años posteriores a la decisión en el caso *Moran*, la Delaware Chancery Court limitó en distintas decisiones el uso indiscriminado de las medidas defensivas (casos *Unocal Corp. vs. Mesa Petroleum Co.* (1985) y *Revlon vs. Mac Andrews and Forbes Holdings, Inc.* (1985)). En *Unocal* la Corte Suprema de Delaware sostuvo que a los administradores de la sociedad *target* corresponde probar no sólo la buena fe y la información o investigación suficiente acerca del peligro o amenaza de la operación para la sociedad sino también que las medidas defensivas adoptadas eran proporcionadas, razonables con respecto al peligro que acechaba a la sociedad. El Tribunal Supremo de Delaware entendió que el empleo de medidas defensivas por parte de *Unocal* era una reacción justificada y razonable frente a la amenaza que constituía *Mesa Petroleum*. Los administradores estimaron que los términos de la oferta no valoraban adecuadamente la compañía y que, por tanto, la oferta era una amenaza para la sociedad y sus administradores lo que justificaba la adopción de medidas defensivas que constituyan una defensa proporcionada a tal amenaza. El Tribunal instaura la Sentencia el *test de la proporcionalidad (Unocal test)*: para evaluar la legitimidad de la medida, debe comprobarse que la respuesta es proporcional a la amenaza (GILSON/KRAAKMAN, *Delaware's intermediate Standard for defensive tactics: Is there substance to proportionality*, Review Bus.L., núm. 44/89, págs. 247 y sigs.).

En el caso *Revlon* el mismo Tribunal analizó la lucha por el control de *Revlon* entre el oferente hostil (*Mac Andrews & Forbes Holding, Inc.*) y el oferente preferido por los administradores (*Fortsmann Little*). Tras varias ofertas y contraofertas *Fortsmann* condicionó su oferta final a la concesión de una opción para adquirir las divisiones de *Revlon* si el otro oferente lograba más de 40% del capital de *Revlon*. El consejo de *Revlon* aprobó la propuesta por unanimidad, pero el Tribunal invalidó ese *lock-up*, estimando que los administradores de *Revlon* habían incumplido sus deberes de lealtad y diligencia dado que el objetivo de ese acuerdo no era fomentar la realización de otras ofertas sino impedir las. Aprovechando esa decisión, el Tribunal determinó que en un caso como ese, la actuación de los administradores debe ir dirigida y limitarse a buscar el mayor valor razonablemente disponible para el accionista en el corto plazo.

doctrina jurisprudencial fue confirmada por la Corte Suprema en las decisiones subsiguientes, especialmente, en el caso *Unitrin v. American General Corporation* [651 A.2d 1361 (Del. 1995)] en el que la sociedad *target Unitrin* pretendía la readquisición de sus propias acciones en un supuesto de opa no coactiva³¹.

³¹ Teniendo en cuenta los conflictos de interés que surgen en torno a una OPA entre los administradores de la sociedad *target* y los accionistas y considerando los Tribunales que ni los administradores actúan siempre de forma desinteresada ni independiente, éstos siguiendo la línea marcada por el Tribunal de Delaware, han matizado la regla de la *Business Judgment Rule*. En el caso *Chef v. Mathes* (1964), la Corte Suprema de Delaware explicó las diferencias entre las adquisiciones vía opas hostiles y las transacciones ordinarias sometidas a la *Business Judgment Rule*. La Corte sostuvo –en el referido caso– que las *shares buy-back* en condiciones preferentes no violan el deber fiduciario a menos que los administradores de la sociedad *target* actúen con el único y exclusivo propósito de conservar su puesto en el órgano de administración. Sin embargo, la Corte estimó que la carga de la prueba había de corresponder no al accionista que reclame sino a los propios administradores. Mientras al amparo de la tradicional *Business Judgment Rule* se presume que los administradores en la adopción de las decisiones estaban informados, actuaban de buena fe y honestamente creían que la decisión adoptada lo era en el mejor interés de la sociedad, bajo la *modified Business Judgment Rule* los administradores que despliegan medidas defensivas frente a un inversor que haya adquirido las acciones de la sociedad debe demostrar que había motivos suficientes y razonables para considerar que esa adquisición implicaba un riesgo para la sociedad. Para ello basta que los administradores demuestren la bondad de su decisión (buena fe e información suficiente y razonable). Es decir, en Delaware, la *Business Judgment Rule*, es tanto una regla procedimental como sustantiva y procedimentalmente, implica una inversión de la carga de la prueba (vid. *Cinerama, Inc. Vs. Technicolor Inc.* 663 A. 2d 1156 (Del. 1995)).

La *Business Judgment Rule* ha sido positivizada en el ordenamiento alemán como consecuencia de la modificación de la Aktiengesetz por la UMAG –*Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts*– de 22 de septiembre de 2005. El parágrafo 1.1 de la UMAG modifica el parágrafo 93 (1) AktG en el que tras enunciar el deber de diligencia a que están sujetos los administradores señala que “no existe incumplimiento en aquellos casos en los que, tratándose de una decisión empresarial, el miembro de la Dirección crea razonablemente que actuaba sobre la base de una información adecuada por el bien de la sociedad” (“*Eine Pflichtverletzung liegt nicht vor, wenn das Vorstandsmitglied bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln*”).

Desde el punto de vista legislativo, en respuesta al *boom* de ofertas que se produjeron en los años 80 y como reacción a las decisiones jurisprudenciales, el *management* presionó a los legisladores y reguladores con el fin de que se promulgaran *State Takeover Statutes* que legitimaran el uso de tácticas defensivas, especialmente *poison pill*. De hecho, algunas de las legislaciones promulgadas por los diferentes estados se diseñaron o configuraron como adicionales técnicas defensivas lo que, sin duda, incrementa el coste de las operaciones en general y puede implicar una disminución de las ofertas y de los beneficios derivados del mercado de control societario³². Sin embargo, algunas de esas legislaciones han contribuido a reforzar los intereses de los accionistas³³ y potenciar la capacidad negociadora de los accionistas asegurándoles una ganancia superior³⁴.

Las consideraciones realizadas dejan imprejuzgada la posibilidad de aplicar la *passivity rule* que es el mejor barómetro para determinar en cada caso concreto la licitud o no de las medidas defensivas. En general, la doctrina norteamericana coincide al afirmar que los administradores deben actuar en todo caso en interés de la compañía. En definitiva, la conducta de los administradores frente a una toma de control no deseada se encuentra

³² MACEY, *State anti-takeover Legislation and the national Economy*, 1988, Wisc.L. Rev, 467.

³³ ROMANO, "A guide to takeovers: theory, Evidence and Regulation", en Hopt/Wymeersch, *European takeovers: Law and Practice*, Butterworths, 1992, pág. 499; reimpresión del artículo publicado en Yale Journal on Regulation vol. 9, 1992 págs. 119 y sigs.. Si bien esta postura no es unánime en la doctrina, en contra: WATSON/TESTAN, *Second Generation State Takeover Statutes and Shareholder Wealth*, 97 Yale. L.J. 1193, 1988.

³⁴ BEBCHUK, *A theory of choice between concentrated and dispersed ownership of Corporate shares and votes*, Harvad. L.S., Working Paper, 1999; y en *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, Harvad. L.R. 1693 (1985).

protegida por la *Business Judgement Rule* y confiere una presunción de validez a las decisiones adoptadas por el management³⁵, con el límite de la “malfeasance”.

En relación con las OPAs algunos autores han sostenido la aplicación de la *passivity rule* y la ilegalidad de las medidas defensivas por cuanto éstas pueden aumentar el coste de la operación para el oferente pudiendo impedir la realización de esa oferta y de cualquier otra posterior³⁶. En esta última línea parecen situarse los expertos que han participado en la elaboración del *Interim Report of the committee on capital markets regulation* (Section IV, “Shareholder rights”) al recomendar un acercamiento hacia una postura favorable a la participación de los accionistas estimando que los administradores deberían solicitar la autorización de los accionistas para la adopción de una *poison pill*. Señalan que, en último término, si la decisión es unilateral de los administradores deberían buscar la autorización de los accionistas en los tres meses siguientes a la adopción de la medida y en ausencia de ratificación, la medida debería ser automáticamente redimida³⁷.

³⁵ En una línea similar a la desarrollada por la jurisprudencia de Delaware se sitúa el modelo japonés que establece en su legislación sobre OPAs (de marzo de 2005) la posibilidad de adoptar medidas defensivas sin necesidad de acuerdo previo de los accionistas siempre que sean necesarias y acordes con el riesgo o amenaza existente para la sociedad *target*. Sin embargo, en el modelo japonés se requiere además que los accionistas dispongan de algún mecanismo para eliminar las *poison pills* como, por ejemplo, la elección anual de todos los administradores o una *sunset provision* (vid. V SEMINARIO HARVARD COMPLUTENSE “Comparative experiences on listed companies law”, lecture del profesor SUBRAMANIAN *Recent developments in Takeover Law & Practice*, 16 octubre 2007, pendiente de publicación).

³⁶ ROMANO, *A guide...*, pág. 499; COATES, *Takeover defenses in the shadow of a pill: a critical of the Scientific Evidence*, 79 Texas L.R. 271, 2000.

³⁷ La cuestión no está exenta de polémica en la doctrina norteamericana. Así LIPTON estima o defiende una postura favorable a la competencia de los administradores señalando su preocupación por las medidas que se han ido adoptando en los últimos años por las conocidas crisis (LIPTON, *Takeover bids in the target's Boardroom*, The

b) La *passivity rule* tras la reforma de la Ley de Mercado de Valores y el RD 1066/2007, de 27 de Julio.

El nuevo artículo 60bis LMV, siguiendo la Directiva comunitaria, se redacta en términos más permisivos que el artículo 14 del RD de 1991 al que nos hemos referido con anterioridad. Asimismo, desde nuestro punto de vista, parece que la nueva regulación relativa a las obligaciones y deberes de los administradores clarifica la función que éstos desempeñan o deben desempeñar durante la oferta. La regla cumple la finalidad de facilitar el desarrollo de la oferta pero persigue también proteger a los accionistas minoritarios que no pueden quedar privados, como consecuencia de una medida defensiva adoptada por los administradores, de la posibilidad de decidir sobre la idoneidad de la oferta (*shareholder decision making*)³⁸.

Antes de abordar el contenido concreto de dichos deberes, es preciso señalar que el artículo 60bis LMV establece una cláusula general prohibitiva de realizar cualquier actuación que pudiera poner en peligro o frustrar la OPA desde el momento en que se anuncie³⁹. La prohibición se ve excepcionada

Business Lawyer Nov. 1979, vol. 35, núm. 1, págs. 101 y sigs., especialmente, págs. 113 y sigs.; y en, *Twenty five years alter takeover bids in the target's Boardroom: old Battles, New Attacks and the continuing war*, The Business Lawyer august 2005, vol. 60, núm. 4). Mientras, otros autores como BEBCHUK consideran que son los accionistas quienes deben decidir acerca de la adopción de medidas defensivas, *The case for Increasing Shareholder Power*, Harvard Law Review 118, 2005, págs. 836-843.

³⁸ Sobre el fundamento normativo de la pasividad vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, *El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada por una OPA*, trabajo al que se ha tenido acceso por amabilidad de su autor y que se publicara próximamente en la Revista del Mercado de Valores.

³⁹ El criterio empleado es sin duda alguna el más objetivo y desde esa perspectiva debe ser valorado positivamente. No obstante, no se nos oculta que en algunos casos el modelo puede fallar. Así sucederá cuando el órgano de administración tenga información

por lo dispuesto en el propio artículo 60bis LMV y en el artículo 28.3 RD 1066/2007 que expresamente admiten por un lado, la búsqueda de ofertas competidoras (*white knights*) y, por otro, la adopción de medidas o realización de actividades susceptibles de impedir el éxito de la oferta previa autorización de la Junta general. Estas dos excepciones a la limitación general establecida tanto en el artículo 60 bis LMV como en el artículo 28.1 RD 1066/2007 pueden casi considerarse como comportamientos debidos por parte de los administradores. En efecto, la búsqueda de un caballero blanco (*white knight*) puede considerarse como un deber de los administradores para que los accionistas logren la mejor oferta posible. Así, para la jurisprudencia de Delaware el órgano de administración –en un supuesto de cambio de control– debe –a tenor de lo establecido en el caso *Revlon*⁴⁰– dirigirse a otros oferentes porque los administradores tienen el deber de obtener o buscar el máximo valor razonable posible.

acerca de la inminencia del anuncio de una oferta, permitiéndoles la adopción de medidas defensivas. Tal fue el caso de *Société Générale de Belgique*, (HOPT/WYMEERSCH, págs. 120, 126, 234, 291–292). Ese tipo de riesgos se prevén en el Reino Unido donde el *City Code* impone restricciones en relación con las medidas defensivas “after the board has reasons to believe a bone fide offer is imminent” (FARRAR, “*Business Judgment Rule* and Defensive tactics in Hostil takeover Bids”, en John Farrar (ed.), *Takeovers. Institutional Investors and the modernization of corporate Law*, Oxford, 1993).

En el Ordenamiento español, la adopción de medidas en el momento anterior al anuncio formal de la oferta, podría dar lugar a la exigencia de responsabilidades a los administradores.

⁴⁰ *Revlon Inc vs. Mac Andrews & Forbes Holdings*, 506 a. 2d, 173, Delaware, 1985. (Vid. Nota 29). Así, una vez que la venta de la compañía es inevitable, la aplicación de medidas defensivas debe pararse, asumiendo los administradores otro rol cual es el de la maximización de valor para los accionistas. En la doctrina: CARY/EISENBERG, *Corporation. Cases and Materials*, Foundation Press, Westbury, New York, 1995, págs. 1242–1254, especialmente 1250; JENNINGS/MARSH/COFFEE, *Securities regulation. Cases and Materials*, Foundation Press, Westbury, New York, 1992, pág. 712; ROMANO, *A guide...*, págs. 28–38.

Al margen de la búsqueda de ofertas alternativas, la única salvedad que admite la normativa aprobada –prevista también en el artículo 12.3 de la Directiva comunitaria– y a la que nos referiremos más adelante, es la referente al régimen de reciprocidad previsto en el artículo 60bis de la LMV. Esta posibilidad constituye un elemento novedoso carente de tradición alguna en nuestro entorno y que exime a las sociedades de las reglas de pasividad y de neutralización si son objeto de una oferta por parte de una sociedad que no aplica las mismas disposiciones⁴¹. Ello no supone que el legislador haya optado por el modelo americano⁴² en el que basta a los administradores decir simplemente no a una determinada oferta cuando la sociedad fuera

⁴¹ BECHT, M., *Reciprocity in Takeovers*, Working paper 14/2003, October 2003; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, *Ofertas públicas de adquisición de acciones: problemas de ley aplicable*, RdS 2005-2, núm. 25, págs. 124-125 y en, Revista española de Derecho Europeo 11 (2004), pág. 355; SÁNCHEZ CALERO, J. *La armonización...* Es preciso advertir que la aplicación de esta regla puede provocar efectos opuestos a los perseguidos por la Directiva. En efecto, el Considerando 19 señala como objetivo el fomento del mercado de control societario en Europa (para ello se previó la regla de pasividad –artículo 9– y neutralización –artículo 11–) y la regla de reciprocidad va precisamente en sentido contrario: dificulta la toma de posesión de compañías y puede perjudicar a los accionistas minoritarios desde el momento que reduce el número de oferentes potenciales y, por consiguiente, la posibilidad de obtener mayores primas.

⁴² Es conveniente recordar que el grupo de expertos de alto nivel puso de manifiesto en el Informe Winter sobre OPAs de 10 de Enero de 2002 que no era conveniente implantar en Europa un modelo similar al americano por diversos motivos. En primer lugar, por las diferencias existentes entre ambos mercados de capital que han llevado al mercado europeo a beneficiarse de la fuerte actividad en relación con las OPAs. Más aún, la aplicación desmedida de las medidas anti-OPA ha sido contestada por la literatura americana que estima, en un porcentaje elevado, que la última decisión ha de corresponder a los socios. Asimismo, en el mercado americano existe una mayor presión para los administradores de aumentar el valor de las acciones, el interés del accionista. Los administradores son juzgados por su “performance” en el mercado de capitales. Así, aunque teóricamente pueden decir no a un oferente potencial, son objeto de muchas presiones por parte de los administradores no ejecutivos, de los Bancos de inversión y de los inversores institucionales. Finalmente, es mucho más sencillo para los accionistas, interponer *derivative actions* contra los administradores. El ejercicio de acciones judiciales es un fenómeno frecuente en Estados Unidos y, en general, el sistema judicial americano está muy abierto y mejor preparado para los litigios en el contexto de las OPAs.

objeto de una OPA. Más bien al contrario, acogerse a la regla de la reciprocidad debe llevar a los administradores –en consonancia con sus deberes fiduciarios– a recurrir a la Junta general para que sea ésta la que acuerde o convalide determinadas actuaciones si bien es cierto que en esos casos los administradores parecen gozar de un cierto margen de discrecionalidad permitiendo que, bajo determinadas circunstancias, puedan adoptar determinadas decisiones relevantes en el mejor interés de los accionistas sin obtener la previa aprobación de la Junta u obteniéndola *a posteriori*⁴³. La citada regla suaviza pero no suprime el deber de pasividad de los administradores.

Junto a estas excepciones a la limitación, encontramos alguna actuación expresamente admitida susceptible también de ser considerada como un comportamiento debido por parte de los administradores. En efecto, los administradores deben elaborar y publicar un Informe detallado sobre la oferta (artículo 60bis .3 LMV). Dicho Informe, tal y como precisa el artículo 24 del RD 1066/2007, debe ser motivado lo que implica que cualquiera que sea la postura que defienden los administradores ésta debe estar justificada, fundamentada; en definitiva, se impone una obligación de pronunciamiento del órgano de administración. De conformidad con cuanto establece la Directiva, el órgano de administración (o dirección en el caso de una estructura dual) –con evidente carga subjetiva– debe pronunciarse expresamente sobre las posibles repercusiones de la oferta sobre el conjunto de intereses de la sociedad, incluido el empleo, así como respecto de los

⁴³ Se trataría de una suerte de *business judgement rule matizada*: KIRCHNER/PAINTER, *Towards a European Modified Business Judgement rule for Takeover Law*, European Business Organizations Law Review, <http://ssrn.com/abstract:247214>.

planes estratégicos del oferente enumerados en el folleto de la oferta y sus posibles repercusiones, sobre el conjunto de los intereses de la sociedad, el empleo y la localización de sus centros de actividad.

La exigencia de elaboración de un Informe por parte de los administradores de la sociedad afectada se justifica por la necesidad de que los potenciales aceptantes de la oferta puedan formarse un juicio fundado de la OPA. Algunos autores, en relación con el RD de 1991 justificaban esta exigencia, por un lado, en la necesidad de ofrecer una “información equilibrada” ⁴⁴ y, por otro, en el principio de audiencia que informa en los procesos en los que existen intereses eventualmente contrapuestos (tal y como sucede en el caso de una OPA hostil). No obstante, tampoco debemos considerar el Informe como el gran paradigma en el contexto de las OPAs por cuanto que este elemento de información puede constituir, en determinados supuestos, un elemento de desinformación derivado de la situación de conflicto en que pueden encontrarse los administradores. Bien es sabido que como consecuencia de una OPA, los administradores pueden perder su puesto en el Consejo y por lo tanto, tendrán interés en que la OPA no salga adelante con el fin de mantenerse en él.

El Informe deberá contener las observaciones a favor o en contra de la OPA incluyendo las posiciones u opiniones de los administradores que se encuentren en minoría con el fin de que dicho Informe sea lo más objetivo posible. Asimismo, se establecen otras precauciones que buscan alcanzar esa pretendida objetividad o imparcialidad: la información acerca de los administradores que se encontrasen en conflicto de interés, los acuerdos que

⁴⁴ TAPIA HERMIDA, A, “Artículo 20”, *Régimen jurídico...*, pág. 464.

se hubieran celebrado entre el oferente y la sociedad afectada, acuerdos relativos al ejercicio de los derechos de voto.

Finalmente, el Informe debe manifestar la intención de aceptar la OPA por los administradores que sean titulares de valores afectados. Lo que se busca, a fin de cuentas, es una manifestación de intenciones de actuación subjetivas que pondrá de manifiesto la identificación de los intereses de los administradores con los de los accionistas.

Constituye, por tanto, un deber de los administradores expresar su punto de vista acerca de las consecuencias de la oferta para la sociedad, su actividad empresarial o comercial y sobre el atractivo de sus términos desde la perspectiva de los accionistas. En el caso de que los administradores consideraran la oferta no suficientemente atractiva para los accionistas estarán obligados no sólo a comunicárselo así a los accionistas sino que incluso deberían –conforme a su deber de diligencia– buscar ofertas alternativas.

Los artículos 60 bis LMV y 28 RD 1066/2007 contemplan un deber de pasividad que tiene un marcado carácter genérico si bien recibe alguna concreción por el Real Decreto.

Por lo que se refiere al ámbito genérico, el deber de pasividad se extiende a cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta. Se trata de un concepto general, incluso podría afirmarse, de un concepto jurídico indeterminado, de un cajón de sastre, en el que pueden tener cabida una pluralidad o una variedad de supuestos pero que precisamente por esa pretendida generalidad, arroja sombras o introduce dudas acerca de determinados casos concretos. Es decir, produce una cierta inseguridad jurídica que puede afectar, sobre todo, a la sociedad *target*.

El párrafo 2 del artículo 60 bis LMV añade que respecto a las decisiones adoptadas antes del anuncio de la oferta, será preciso recabar la autorización de la Junta en relación con toda decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda frustrar el éxito de la oferta. Respecto de la expresión “curso normal” de actividades de la sociedad caben diversas interpretaciones. Podría defenderse una interpretación restrictiva conforme a la cual cualquier operación que exceda el objeto social debería ser sometida a la aprobación de la Junta. Sin embargo, desde nuestro punto de vista, parece razonable entender que cualquier operación que no sea propia de la actividad ordinaria de la sociedad o las operaciones neutras –por tanto, cualquier operación de carácter extraordinario (ya sea por su cuantía o por las repercusiones que pudiera tener en la sociedad)– exige la intervención de la Junta.

Descendiendo a un plano más concreto, el artículo 28 RD 1066/2007 especifica algunos supuestos, actuaciones o decisiones cuya adopción queda expresamente prohibida salvo autorización de la Junta. Esta técnica empleada por el legislador es habitual en algunos países de nuestro entorno y consiste en establecer un listado de actos prohibidos; listado que, por otra parte, debe considerarse de carácter no exhaustivo y, por tanto, enunciativo. Son cuatro los supuestos recogidos en el artículo 28 RD 1066/2007. El referido precepto prohíbe “proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales cuando tales operaciones puedan impedir el éxito de la oferta” (o venta de los activos de mayor valor). Nos encontramos aquí con una vieja idea de que los bienes inmuebles tienen más valor que otros bienes como, por ejemplo, los

derechos de propiedad industrial⁴⁵, cuando ello no es así. En cualquier caso, desde nuestro punto de vista, y atendiendo al espíritu de la norma parece razonable entender que la enajenación, gravamen o arrendamiento de cualquier activo relevante ha de entenderse prohibida por cuanto puede poner en peligro o frustrar la operación.

Asimismo, el Real Decreto prohíbe que se repartan dividendos extraordinarios o remunerar a los accionistas de cualquier forma que no siga la política habitual de reparto de dividendos. Bajo la aparente sencillez del precepto, el supuesto suscita algunas dudas. Por ejemplo, la referencia a “dividendos extraordinarios”: el carácter extraordinario, ¿debe predicarse respecto de la periodicidad con que se reparta o de la cuantía?. Pensemos en una sociedad que ha logrado unos resultados extraordinarios en un determinado ejercicio y que desea primar o repartir dichos beneficios entre sus accionistas. Debería entenderse prohibida la asignación de un dividendo de mayor cuantía del que es habitual? A la luz del precepto, la contestación sería, en principio, afirmativa; sin embargo, en nuestra opinión, la solución debe analizarse en cada caso en concreto. Asimismo, debemos plantearnos qué sucede con las primas de asistencia, ¿Deben entenderse prohibidas?

Los supuestos contemplados en las letras a) y b) se refieren a la prohibición de emisión de valores o la realización de operaciones –directa o indirectamente– sobre los valores a los que afecta la oferta o sobre otros, cuando pueda impedir el éxito de la oferta. Con respecto a lo que preveía el artículo 14 del RD de 1991 existe una diferencia importante consistente en la

⁴⁵ A modo de simple recordatorio, el artículo 272 d) LSA relativo a la enajenación de los bienes durante el período liquidatorio, exige que los inmuebles se vendan en pública subasta, precepto que –como ya tuve ocasión de comentar– ha sido ampliamente criticado por la doctrina (FERNÁNDEZ TORRES, I., *La Junta General en las sociedades de capital en liquidación*, Iustel, Madrid, 2006, págs. 565 y sigs., y nota 1141).

eliminación del elemento intencional –cual es el de perturbar el éxito de la oferta– entendiendo así, que cualquier operación es susceptible *a priori* de frustrar una oferta y, por tanto, debe entenderse prohibida.

En cualquier caso, y en líneas generales, puede entenderse que las operaciones sobre los valores –cualesquiera que sean éstas (*LBO*, *MBO*, aumentos de capital, la adquisición de acciones propias incluyendo el *green-mail*,...)- constituyen una barrera de protección para la sociedad afectada ya sea porque diluyen el capital o porque ésta consigue u obtiene un mayor control defendiéndose así mejor frente a cualquier oferta. Quizás hubiera sido más conveniente que el legislador aclarase la solución respecto de otros supuestos más problemáticos como, por ejemplo, los *lock-ups*, el ejercicio de acciones legales, los *golden parachutes* o los *tin-parachutes*.

Los *lock-ups* son cláusulas muy habituales en el ámbito empresarial, normalmente introducidas en la fase de la negociación contractual por lo que el anuncio de una oferta no debería prohibir su puesta en práctica porque si los contratos se suscriben sobre la base de la confianza, la pérdida de ésta debe permitir la rescisión del contrato. El problema radica en aquellos supuestos en los que el referido contrato constituye un activo esencial para la sociedad (contrato de licencia de marca (por ejemplo). La existencia de una cláusula de cambio de control puede constituir un elemento perturbador de la oferta.

c) Una breve aproximación a algunas medidas dudosas.

Tal y como ya hemos tenido ocasión de comentar, el legislador ha limitado las posibilidades de actuación de los administradores una vez

lanzada la OPA. La regulación del papel correspondiente a este órgano societario se integra por una serie de prohibiciones junto con algunas habilitaciones especiales como, por ejemplo, la búsqueda de un caballero blanco. Ahora bien, a pesar de que existe una prohibición general de adoptar decisiones que puedan frustrar la OPA, existen algunas actuaciones respecto de las cuales no está claro si caben, si pueden entenderse una actuación debida o si, por el contrario, han de considerarse sumidas en esa prohibición general.

Un arma de importancia vital en la batalla de una OPA –Endesa constituye un buen ejemplo– es la propaganda. Es un mecanismo muy utilizado en Estados Unidos y en el Reino Unido. En España hemos asistido a una campaña publicitaria sin precedentes, con un ingente despliegue de medios y de recursos. A esa campaña publicitaria se unió una importante campaña de marketing gracias a la cual se ofrecía importantes descuentos o reducciones en las facturas de gas y electricidad si se contrataba con la referida compañía.

No es ésta la única técnica defensiva susceptible de ser puesta en marcha por los administradores. La práctica contractual revela la frecuencia con que las sociedades establecen en su clausulado la posibilidad de resolver un contrato ante un cambio de control en la sociedad (cláusulas de control). Asimismo, en la práctica norteamericana es frecuente encontrar *lock-ups* que consisten en opciones de adquisición que tienen por objeto determinadas ramas de actividad o participaciones en sociedades controladas de interés estratégico, que se conceden gratuitamente a acreedores “amigos” de la sociedad *target*. En presencia de cláusulas de control o de *lock-ups*, la sociedad oferente tras concluir con éxito la oferta se arriesga a no poder

disponer de una determinada rama de actividad, de no tener determinadas participaciones importantes en virtud de la opción ejercitada por el tercero.

Pero la libertad contractual permite otros pactos susceptibles de frustrar la OPA lanzada. Otra técnica –ciertamente agresiva– es la *scorched earth* consistente en la negociación con los terceros acreedores de cláusulas que contemplan el reembolso inmediato de los préstamos en caso de lanzamiento de una OPA (*accelerated loans*); o, en una modalidad más suave, mediante la recapitalización de la sociedad.

Finalmente, una técnica más difusa pero ciertamente eficaz la constituye el ejercicio de acciones legales contra la sociedad oferente. Esta medida es tanto más eficaz cuanto más arriesgada sea la puesta en marcha y más reducidos los márgenes de maniobra. De hecho, la sola posibilidad de poder bloquear –temporalmente al menos– la operación, puede ser suficiente para que el oferente se retire o se frustre la operación.

Obviamente, la posibilidad de utilizar el recurso a los Tribunales como medida defensiva y su eficacia varían en cada sistema jurídico dependiendo también de las facultades que estos sistemas permitan a los administradores (demandantes o demandados). La postura adoptada en los distintos sistemas jurídicos analizados en materia de OPAs varía sustancialmente. Los ejemplos de Estados Unidos y de Gran Bretaña resultan especialmente significativos además por su distinta experiencia. En el sistema norteamericano⁴⁶, la cuestión de la compatibilidad de las *poison pills* con la *business judgement rule* se revela como una cuestión ciertamente delicada y polémica⁴⁷. Las

⁴⁶ Para una clara exposición, vid: GARCÍA DE ENTERRÍA, J, *Mercado de control...*, págs. 162-165

⁴⁷ La *business judgement rule* es objeto de numerosas matizaciones y excepciones que tienden a mitigar la presunción de validez de lo actuado para dar entrada a criterios más

normas más frecuentemente invocadas por la sociedad *target* han sido las del derecho de la competencia alegando que la concentración que se produciría de concluir de manera exitosa la oferta podría tener efectos anti-competitivos. Si bien, dicha estrategia ha puesto de manifiesto la posible falta de legitimación activa de la sociedad *target* ya que ésta, lejos de verse perjudicada por la operación, resultaba ser la favorecida al reducirse la competencia. Desde esta perspectiva, resulta más fácil invocar incumplimientos o lagunas en el prospecto presentado por el oferente teniendo en cuenta los numerosos, complejos y minuciosos reglamentos que se ocupan de esta materia. Se debe además señalar la posibilidad de que la sociedad *target* adquiera acciones del oferente, con el fin de actuar en vía derivativa contra los administradores (técnica del *stalking horse*).

Las divergencias de este sistema con el anglosajón son notables. Hasta ahora, en Gran Bretaña los litigios han sido escasos. El “poder moral” (*moral suasion*) del *Panel on Takeovers and Mergers*, ha llevado a la exigencia de que el ejercicio de acciones judiciales sea autorizado o ratificado por la Junta general lo que en la práctica ha conducido a una casi total ausencia de acciones judiciales en relación con las operaciones realizadas según el *City Code* británico. El carácter puramente privado de las normas reguladoras de las OPAs, cuya fuerza y validez descansa en el hecho de su libre adopción por los propios operadores del Mercado, su posible violación por uno de los participantes no da lugar a ningún derecho de acción susceptible de invocarse ante los órganos judiciales. Por otra parte, la

estrictos en los que se exige una prueba de la corrección de lo actuado (o una justificación) (vid. GARRIDO GARCÍA, *Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles: la experiencia anglosajona*, RDBB, 1991, págs. 355 y sigs.).

aplicación ágil y flexible del *Code* por parte del *Panel* y su reconocida autoridad explica el limitado recurso a las acciones judiciales si bien es posible que tras la aprobación de la Directiva de OPAs y la consiguiente transposición la situación cambie.

En España, tanto bajo la vigencia del RD de 1991 (artículo 14) como del RD 1066/2007 (artículos 2–8) se consagra el deber de pasividad de los administradores al amparo de lo dispuesto expresamente en el artículo 60bis LMV. Con estas normas parecen quedar desterradas de nuestro Ordenamiento numerosas operaciones defensivas. Sin embargo, el carácter de generalidad de la prohibición y la ausencia de una regla expresa sobre este aspecto concreto, arroja algunas dudas acerca de su verdadero alcance y la determinación concreta de las operaciones que se ven directamente afectadas. En efecto, aunque el ejercicio o los recursos o acciones judiciales buscan normalmente frustrar u obstruir la OPA es lo cierto que sólo los administradores pueden valorar y deben velar por la corrección formal y material de la oferta. Más aún, no parece que quepa afirmar con rotundidad que el ejercicio de cualquier acción o la interposición de un recurso por parte de los administradores de la sociedad *target* debe entenderse expresamente prohibido sino que es preciso atender a la finalidad perseguida con la operación por los administradores. Desde esta perspectiva deben combinarse dos elementos: por un lado, los accionistas no deben ver alterados por actos de los administradores las condiciones y términos en que pueden ejercitar su derecho en relación con la OPA y, por otro, que deben prevalecer en todo momento los intereses de los accionistas lo que significa que los administradores deben desempeñar su cargo con la diligencia de un representante leal tal y como establece el artículo 127 LSA.

Por tanto, el criterio final de valoración de la conducta de los administradores de la sociedad *target* debe ser que la puesta en marcha de esas acciones o recursos judiciales no se haga en el propio beneficio de los administradores buscando perturbar el proceso decisorio de los accionistas sino en interés de la sociedad. De esta manera, han de entenderse sancionables las conductas que aún perteneciendo a la actividad ordinaria de la sociedad, tengan por objeto principal frustrar o perturba el desarrollo de la oferta y no el de perseguir el interés social o beneficiar a los accionistas⁴⁸. Es evidente que *a priori* resulta muy difícil establecer cuándo el principal objeto de la acción entablada es frustrar o perturbar el desarrollo de la OPA y cuando no, pero lo cierto es que el deber de diligencia y de actuación como un representante leal ha de obligarles actuar cuando consideren que puede derivarse algún perjuicio para la sociedad o los accionistas so pena de que éstos puedan emprender una acción de responsabilidad posteriormente contra ellos por permanecer impasibles frente a conductas irregulares del oferente. Cualquier otra decisión que tenga por finalidad exclusiva la de perturbar el desarrollo de la oferta ha de someterse a la autorización de los accionistas. Exigencias de celeridad, conocimiento, deber de diligencia y protección de los intereses de los accionistas exigen que los administradores, en casos extremos, puedan y deban actuar.

⁴⁸ El paradigma de cuanto se ha señalado aquí tiene su mejor reflejo en la OPA de Endesa, donde la acción cotizaba a 18 euros en el momento en que Gas Natural lanzó su oferta habiéndose finalmente pagado a los accionistas algo más de 40 euros por acción.

III. El papel de la Junta general en relación con las medidas defensivas.

1) El carácter permisivo del artículo 60 bis LMV

La finalidad perseguida por la Unión Europea a través de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición era la de promover o facilitar la realización de ofertas públicas en el seno de la Unión con el fin de promover la integración de los mercados europeos de capital. Para ello era preciso remover los principales obstáculos permitidos por las legislaciones de los distintos Estados miembros. Dos elementos se consideraron fundamentales para ello: el principio de neutralidad o deber de pasividad y la regla de *break-through*. Ambas reglas restringen el uso o la posibilidad de poner en marcha dos tipos de mecanismos defensivos diferentes por parte de las sociedades (las medidas defensivas) ya sea con vistas a evitar un cambio de control de la compañía o a hacer más difícil o costosa la OPA. En definitiva, persiguen hacer inmune a la sociedad frente a un oferente hostil. Las dos categorías de mecanismos defensivos son las siguientes: por un lado, las medidas “post-OPA” que se ponen en marcha una vez la sociedad ha sido objeto de una OPA (*shares buy-back* o recompra de acciones destinadas tanto a reducir el número de acciones en el mercado haciendo más costosa la oferta como a impedir al oferente la adquisición del control); por otro lado, las medidas previas a la OPA que pueden consistir tanto en el establecimiento de barreras para la adquisición de acciones (restricciones a la transmisibilidad establecidas en los estatutos) como en obstáculos

destinados a impedir el ejercicio del control en la Junta general (restricciones al derecho de voto, acciones de voto plural).

Ambas categorías de medidas defensivas en el planteamiento comunitario debían ser restringidas. Desde esta perspectiva, la regla o deber de pasividad o neutralidad a la que ya nos hemos referido se conecta con las medidas defensivas “post-OPA” al establecer que durante el periodo de la oferta, los administradores han de permanecer neutrales debiendo solicitar la autorización previa de la Junta para adoptar cualquier medida susceptible de frustrar la OPA (artículo 9 de la Directiva). La regla no viene sino a limitar el poder de los administradores impidiéndoles poner en marcha obstáculos a la oferta en detrimento de los intereses de los accionistas. En definitiva, protege a los accionistas frente a comportamientos oportunistas de los administradores asegurando que sean aquéllos –en cuanto propietarios– quienes decidan sobre el futuro de la compañía.

La neutralización de medidas defensivas busca incentivar el mercado de control societario, haciendo ineficaces medidas contractuales y estatutarias limitadoras de derechos de voto o restrictivas de la libre transmisibilidad. Es decir, la neutralización se conecta con las medidas defensivas previas a la OPA.

En definitiva, el planteamiento que subyace en la Directiva es que la decisión última en el caso de una OPA ha de corresponder a los accionistas que son quienes deben poder decidir si aceptan la oferta y a qué precio.

En consonancia con este planteamiento, el legislador español recoge en el artículo 60 bis LMV el principio de decisión por los accionistas sobre la

oferta: asegura que sean éstos quienes decidan no sólo acerca de la oferta sino también que sean ellos quienes decidan acerca de la adopción o no de medidas defensivas. Es ésta una manera adecuada –lo adelantamos ya– de controlar la adopción de medidas defensivas⁴⁹. La obligación de someter dicha decisión a la autorización previa de la Junta se extiende a las decisiones adoptadas antes del anuncio de la oferta pero no implementadas total o parcialmente.

Bajo la aparente sencillez de este planteamiento se esconden algunos problemas derivados también de la amplitud con que se desarrolla el referido precepto en el RD 1066/2007. El artículo 60 bis LMV se configura –tal y como hemos tenido ocasión de comentar con anterioridad– en unos términos mucho más permisivos que el RD de 1991, siguiendo a la Directiva Comunitaria. El precepto altera el ámbito de facultades de los dos órganos societarios, trasladando el poder de decisión de los administradores a los accionistas⁵⁰ siendo su finalidad la de proteger a estos últimos. Esta subversión del modelo ordinario de distribución de poderes pone en manos de la Junta la adopción de decisiones que, en condiciones normales, estarían sometidas a la decisión discrecional de los administradores. Sin embargo, es preciso advertir que esta subversión del modelo de distribución competencial

⁴⁹ Así lo adelantó hace tiempo PAZ–ARES, *Dividendos a cambio de votos?*, Madrid, 1996, págs. 123–162. No obstante, no falta quien ha cuestionado la habilitación de la Junta general para adoptar medidas defensivas: SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y medidas defensivas*, Rev. Jurídica UAM 8, 2003, págs. 356 y sigs; KIRCHNER, “Shareholder Value: A New Standard for Company Conduct”, en AA.VV., *Capital Markets and Company Law*, dir. Hopt/ Wymeersch, Oxford, 2003, pág. 345.

⁵⁰ HOPT, “European Takeover regulation: barriers to and problems of harmonising Takeover Law in the European Community”, en HOPT/WYMEERSCH, *European Takeovers Law and Practice*, London, 1992, pág. 185,

es sólo parcial en tanto en cuanto algunas medidas defensivas entran dentro del ámbito de facultades de la Junta (así, cualquier modificación que afecte a la estructura económica y jurídica de la sociedad).

La cuestión radica en analizar no sólo cómo se ha traspuesto la Directiva sino también requiere que se reflexione si la normativa nacional respeta el espíritu y la finalidad de la Directiva y si, la regulación establecida va a ayudar a conseguir los objetivos perseguidos por la Directiva: *level playing field*. Todo ello contemplado desde la perspectiva del papel o de la función que le corresponde desempeñar a la Junta.

2) El criterio delimitador de las actuaciones durante la oferta.

El legislador utiliza en el artículo 60bis LMV un distinto criterio para delimitar las actuaciones que han de contar con la aprobación de la Junta dependiendo de que se pretendan adoptar una vez formulada la OPA o hubieran sido adoptadas, aunque no implementadas –total o parcialmente– antes del anuncio de la oferta.

Antes de abordar el contenido concreto de ese doble criterio delimitador, debe destacarse y criticarse la redacción de cada uno de esos supuestos. En efecto, siguiendo la línea marcada por la Directiva en el artículo 9, en el párrafo primero del apartado 1 del artículo 60bis LMV se exige recabar la autorización de la Junta antes “de emprender cualquier actuación que puede impedir el éxito de la oferta”, mientras que en el párrafo segundo del mismo apartado, se hace referencia a “toda decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya

aplicación puede frustrar el éxito de la oferta” (en idénticos términos se recoge en el artículo 28.1 y 2 del RD 1066/2007). Ambas expresiones se toman directamente de la Directiva y aunque deben ser interpretadas en idéntico sentido, lo cierto es que sería más lógico unificar el criterio estableciendo la necesidad de autorización normal de actividades de la sociedad “para todas aquellas decisiones susceptibles de impedir el éxito de la oferta”. Algunos autores han considerado que era más acorde optar por la segunda expresión, es decir, por aquella que hace alusión a las decisiones que no se inscriban en el curso normal de actividades y cuya aplicación pueda impedir el éxito de la oferta⁵¹. Sin embargo, desde nuestro punto de vista, la referencia a las decisiones que no se inscriban en el curso normal de actividades puede suscitar muchas dudas. Pensemos, a modo de ejemplo, en el supuesto aumento de capital autorizado al amparo del artículo 153 LSA. Podría calificarse como una decisión adoptada en el curso normal de actividades y, sin embargo, claramente puede perjudicar el resultado de la oferta lanzada. Si se quiere establecer una fórmula de alcance general, lo razonable es establecer la limitación en la actuación de los administradores en todos aquellos supuestos en que pueda frustrarse o perjudicar el resultado de la OPA sobre todo cuando luego, vía reglamentaria, se establecen a modo ejemplificativo o indicativo algunos de los supuestos o decisiones que han de entenderse excluidas del ámbito de decisión de los administradores.

⁵¹ GUERRA MARTÍN, *Comentarios al Proyecto de Ley, de 13 de octubre de 2006, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores: La trasposición de la Directiva sobre OPAs (el Proyecto de Ley, de 13 de octubre de 2006, de reforma de la Ley de Mercado de Valores)*, RdS núm. 27, 2006-2, pág. 173.

Por lo que se refiere a los criterios delimitadores de las actuaciones durante la oferta, es preciso hacer algunas observaciones.

El párrafo segundo del artículo 60bis LMV (y en el mismo sentido el artículo 28.2 RD 1066/2007) se ocupa de las decisiones adoptadas antes del anuncio de la oferta y aún no aplicadas total o parcialmente que deberán ser aprobadas o confirmadas por la Junta general cuando éstas no se inscriban en el curso normal de actividades y su aplicación pueda frustrar el éxito de la oferta.

La idea que subyace en la expresión empleada por el legislador es que la Junta ha de confirmar o autorizar la adopción de cualquier decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades y que pueda frustrar la OPA. De alguna manera también, con este criterio se protegería a los accionistas frente a decisiones adoptadas por los administradores cuando sospecharan del carácter inminente de la OPA pero ésta no se hubiera anunciado formalmente.

La aprobación por parte de la Junta ha de limitarse a aquellas decisiones que no se inscriban en el curso normal de actividades de la sociedad. Esta limitación resulta lógica ya que los asuntos que entren en el ámbito de gestión ordinaria de los administradores son competencia exclusiva, en principio, de éstos y, en consecuencia, no puede subvertirse el ámbito de facultades establecido legalmente, vaciar de contenido el poder de los administradores y someter su actividad ordinaria a la necesaria y permanente aprobación de la Junta. Sin embargo, es lo cierto que, en algunos casos, inscribiéndose la decisión en el curso normal de actividades de la sociedad podrá ser preciso recabar la autorización de la Junta al estimar que su aplicación puede frustrar el éxito de la operación (tal sucedería, se me

ocurre ahora con el aumento de capital autorizado, al amparo del artículo 153 LSA a que antes nos hemos referido). En consecuencia, el legislador ha establecido un doble criterio: decisiones que no se inscriban en el curso normal de actividades de los administradores y que puedan frustrar el éxito de la operación. La expresión empleada por el legislador resulta, en nuestra opinión, un tanto confusa, reiterativa e incluso superficial desde el momento en que, obviamente, las medidas ya aplicadas en su totalidad deben quedar fuera del supuesto ya que no cabe poner en tela de juicio o someter a una nueva aprobación decisiones ya ejecutadas en su totalidad. Pensemos en el siguiente supuesto: se adopta un acuerdo que modifica la estructura económica y/o jurídica de la sociedad (un aumento de capital, cesión de rama de actividad, una transformación...) con anterioridad al anuncio de la oferta y dicho acuerdo ya ha sido completamente ejecutado antes de iniciarse el plazo anteriormente mencionado ¿qué sentido tendría exigir la aprobación de la Junta? Ni siquiera parece razonable entender que éstas hayan de ser ratificadas si ya han sido implementadas, ¿es que acaso cabe pensar en la posibilidad de deshacer lo ya actuado?

Cuando el legislador señala que las decisiones adoptadas antes del anuncio y aún no aplicadas total o parcialmente deberán ser aprobadas o confirmadas por la Junta parece estar admitiendo la posibilidad de confirmación *a posteriori* de las medidas defensivas adoptadas con anterioridad al anuncio de presentación de la oferta pero ejecutadas sin previa autorización conservando su eficacia en caso de ser posteriormente confirmadas por la Junta. En definitiva confirmación ha de entenderse como sinónimo de ratificación.

Por el contrario, las decisiones que se adopten tras el anuncio de la OPA que sean susceptibles de frustrar el éxito de la operación deben ser necesariamente aprobadas o autorizadas por la Junta a la luz de lo establecido en los artículos 60.1 bis LMV y 28.3.b) RD 1066/2007. Lo que no admite el legislador es la confirmación de decisiones o actuaciones posteriores al anuncio de presentación de la oferta. Es decir, en ningún caso podrán los administradores poner en marcha por su cuenta y riesgo operaciones o actuaciones con la idea de que sean posteriormente ratificadas por la Junta. Ese planteamiento resulta absolutamente contrario con la finalidad perseguida a través de este juego de autorizaciones que no es otro que el de garantizar o asegurar el *shareholder decision making*. Es por ello por lo que debe valorarse muy favorablemente el hecho de que se modificara el texto final de este artículo 28 tal y como sugirió el Consejo de Estado en su Dictamen 1505/2007, de 26 de julio, que consideró la previsión contenida en el proyecto acerca de la posibilidad de ratificación o confirmación por la Junta de medidas adoptadas después del anuncio como una extralimitación respecto de la previsión legal.

Por otra parte, tanto la Ley en su artículo 60bis LMV como el RD 1066/2007 en su artículo 28.3.b) adoptan una postura claramente favorable a la adopción de medidas defensivas siempre y cuando éstas fueran adoptadas por los accionistas. De alguna manera esta previsión no es sino el reflejo del fracaso de la Directiva comunitaria en su intención o deseo de establecer las bases para un *level playing field* en el ámbito del mercado de control en Europa. Dejar la puerta abierta a la adopción de las medidas defensivas a instancia de los accionistas o de la Junta equivale a que la

decisión quede en manos de los administradores que son quienes convocan la Junta y conforman el orden del día y de los accionistas de control.

Es bien sabido que en las estructuras de propiedad con alto grado de concentración (como sucede en el mercado español) los administradores vinculados a los accionistas de control son quienes en realidad dominan la sociedad ante la complaciente pasividad de la mayoría de los accionistas, los minoritarios. Ese dominio se refleja en el sometimiento de la actividad social a las decisiones y directrices de esos mayoritarios que reporta ventajas (retributivas) para los administradores por lo que ambos quieren defender el *status quo*. Por eso, en nuestra opinión, al abordar la problemática de la adopción de medidas defensivas, no ha de perderse nunca de vista esta perspectiva. Entendemos que a las medidas defensivas precede una mala fama que no siempre resulta acorde con la realidad o suficientemente fundada dependiendo del uso que se haga de ellas. No son malas *per se* pero sí es posible que en ocasiones se hayan usado de forma abusiva. Por ello es importante que sean los accionistas quienes participen en su adopción para intentar asegurarse que no se adoptan en el único interés de los administradores. Ahora bien, el peligro no está sólo en los administradores sino en los accionistas de control.

Por esos motivos, desde nuestro punto de vista, es acertado y razonable exigir la intervención de los accionistas en la adopción de medidas defensivas para deberían haberse adoptado medidas que, por un lado, asegurasen la intervención real de los accionistas incluidos los minoritarios y, por otro, dotasen al sistema de la agilidad y rapidez que requieren las operaciones de mercado. Por un lado, podría haberse reducido el porcentaje del capital social necesario para solicitar un complemento a la convocatoria

de la Junta general de accionistas incluyendo puntos en el orden del día (artículo 97.3 LSA); asimismo, podría haberse reducido el porcentaje de capital social, accionistas, que pueden pedir la convocatoria inmediata de la Junta general (artículo 100.2 LSA); se podría haber exigido la convocatoria de un Junta general de carácter informativo tras el anuncio de una OPA con el fin de que los accionistas lo antes posible estén informados de la oferta y, en su caso, se valore la adopción de medidas defensivas que respondan y protejan a la sociedad del ataque; más aún, quizás sería conveniente en el ámbito de las sociedades cotizadas establecer o prever la existencia de una “asamblea general de delegados” en términos similares a como se configura en la Ley de cooperativas (artículo 30 Ley 27/1999, de 16 de julio, de cooperativas). Esta “Asamblea general de delegados” permitiría la adopción de respuestas rápidas frente al anuncio de una OPA permitiendo que, en caso necesario, se pusieran en marcha cuantas medidas defensivas fueran oportunas para no dejar desprotegida la sociedad. Asimismo, podría considerarse la posibilidad de permitir que los accionistas voten *on-line* sin necesidad de que se celebre una reunión con presencia física, con el fin de que veten las medidas defensivas que resulten, desde su punto de vista, rechazables.

Más aún, en el caso de que la sociedad cotizada hubiera optado por un sistema dual cabría plantearse si no podrían introducirse previsiones similares a las contenidas en la legislación alemana que facultan al *Vorstand* a actuar mediante la aprobación del *Aufsichtsrat*.

Se trata, en cualquier caso, de optar por sistemas gracias a los cuales pueda compatibilizarse la regla de pasividad con la intervención de los

accionistas en un intento de lograr el equilibrio entre propiedad-gestión y la necesaria agilidad que requiere cualquier operación de mercado y esa perspectiva es la que, en nuestra opinión, no se ha tenido suficientemente en cuenta en la reforma legal.

3) El acuerdo de la Junta general.

La facultad de los accionistas de intervenir y decidir la adopción de medidas defensivas incide directamente en el calendario de la oferta que, en ocasiones, puede resultar incompatible con la adopción de decisiones que de manera ágil y rápida han de adoptarse. En realidad, durante el transcurso de una oferta pública, pueden producirse momentos u oportunidades únicas que requieran una acción inmediata por parte del órgano de administración. En ese contexto, la paralización en la adopción de decisiones estratégicas para la sociedad –durante un mes o más– puede poner en riesgo la operación y resultar perjudicial para la sociedad y para sus accionistas. Es por ello por lo que el legislador ha previsto una reducción del plazo de convocatoria de la Junta: de un mes que es el plazo establecido desde la reforma de noviembre de 2005 derivada de la regulación de la Sociedad Anónima Europea, a quince días (artículo 60bis LMV, en coherencia con el artículo 9.4 de la Directiva). Esta previsión legal de un plazo mínimo de quince días para convocar debe considerarse acertada ya que contribuye, sin lugar a dudas, a paliar las deficiencias inherentes al funcionamiento del órgano de expresión de la voluntad social adaptándolas a las necesidades que derivan de la operativa.

Lo que no resulta tan coherente es lo dispuesto en el artículo 28.4.a) RD 1066/2007 cuando determina que “la Junta general de accionistas, salvo si se trata de una junta general ordinaria, no podrá decidir sobre ningún otro asunto distinto a la autorización o confirmación de la actuación u operación”. El legislador parece haber considerado oportuno o conveniente convocar una Junta *ad-hoc* para la adopción de decisiones acerca de las medidas defensivas (ya se trate de una ratificación de decisiones anteriores al anuncio de la oferta o de la adopción de medidas con posterioridad a él). Sin embargo, parece olvidar por un lado, las características de la Junta –en relación con la falta de agilidad para su reunión– así como el coste de la convocatoria y, por otro, las distintas clases de Junta. En este sentido, va de suyo que una Junta ordinaria ha de decidir necesariamente sobre la gestión social, las cuentas y la aplicación del resultado por cuanto esta clase de Junta está limitada tanto en el tiempo de su convocatoria como en su contenido mínimo (artículo 93 LSA) lo que impide que podamos hablar de una Junta ordinaria cuando no decida al menos sobre esas materias. Obviamente, si la Junta que ha de decidir sobre una medida defensiva coincide en el tiempo con la Junta ordinaria, es lógico que todos los asuntos se traten en la misma reunión. Otra cosa sería absurda por cuanto supondría un gasto excesivo. Por lo tanto, consideramos la mención del artículo 28.4.a) en relación con este aspecto superficial. Lo que puede plantear problemas es el hecho de que la Junta ordinaria ha de convocarse con un mes de antelación a su celebración por lo que, cabría la ampliación del orden del día incluyendo la cuestión de la adopción de las medidas defensivas siempre y cuando medie un período mínimo de quince días y sea objeto de una nueva publicación.

Lo que no parece tener mucho sentido es establecer la necesidad de que se convoque una Junta *ad-hoc* o específicamente para decidir sobre un único aspecto o punto sobre todo si tenemos en cuenta que una de las objeciones que se formulan acerca de la Junta es su falta de agilidad para intervenir en determinados supuestos como consecuencia de los gastos que genera su convocatoria y de las exigencias a que está sometida en relación con los plazos. Por lo tanto, no parece tener justificación la referida exigencia de una Junta *ad-hoc* que sólo decida sobre una determinada cuestión teniendo en cuenta que el orden del día sometido a los criterios de claridad y completud han de servir como garantía informativa para los accionistas que han de participar en la adopción de las decisiones.

El acuerdo de la Junta –ya sea de ratificación o de aprobación– ha de adoptarse conforme a lo dispuesto en el artículo 103 LSA, es decir, con el quórum reforzado previsto para los supuestos especiales lo que resulta congruente con la importancia de las decisiones a adoptar. La regulación se completa con una serie de previsiones recogidas en el artículo 28.4 RD 1066/2007 tendentes a garantizar el derecho de información de los accionistas y a asegurarse de que los accionistas deciden debidamente informados. Las previsiones a que nos referimos son las siguientes: por un lado, la redacción del Informe de los administradores –al que ya nos hemos referido– que deberá ponerse a disposición de los accionistas a partir del momento de la convocatoria de la Junta (artículo 28.4.b) RD 1066/2007), asimismo, se especifica –lo que no es sino una reiteración de todo cuanto ya dice la Ley y ha puesto de manifiesto la jurisprudencia– que en la convocatoria deberá expresarse con la debida claridad las actuaciones para

las que se solicita la autorización (apdo. c) del mismo precepto); y, finalmente, se prescribe la necesidad de que en la convocatoria se haga constar el derecho que corresponde a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro del acuerdo propuesto, el informe y de pedir la entrega o envío gratuito de los referidos documentos (apdo. d) artículo 28.4 RD 1066/2007). En relación con estas cuestiones, un aspecto sobre el que el legislador guarda silencio es el plazo de que disponen los administradores para elaborar el Informe que justifica las actuaciones a realizar.

Se puede presumir que éste ha de elaborarse a la mayor brevedad posible si bien la ausencia de un plazo determinado plantea o, al menos, puede plantear problemas. Porque, en definitiva, en el momento en que se convoque la Junta, el Informe deberá estar a disposición de los accionistas (artículo 28.4.b) RD 1066/2007) lo que significa que al período de 15 días que, como mínimo, ha de mediar entre la convocatoria y la celebración de la Junta ha de añadirse o sumarse el tiempo que los Administradores tardan en elaborar el referido Informe con lo que, finalmente, se van dilatando los plazos excesivamente. Ello, entendemos, puede perjudicar a la sociedad que ve cómo las posibilidades de poner en marcha medidas defensivas puede prorrogarse en el tiempo. Por otro lado, y en relación con la puesta a disposición de los accionistas del Informe consideramos que una buena forma de garantizarla sería colgándolo en la página web de la sociedad. Más aún, quizás sería conveniente establecer la obligación de los Administradores de elaborar Informes sobre las distintas ofertas públicas desde el momento de su anuncio garantizando de esta manera una información constante y

detallada a los accionistas con ello, probablemente, se ganaría tiempo y se mejoraría el derecho de información de los accionistas.

4) La neutralización de las medidas defensivas: el acuerdo de la Junta general.

La *break-through rule*⁵² y con independencia de cuantas consideraciones pongamos de manifiesto más adelante, neutraliza las medidas defensivas de carácter preventivo⁵³ –también denominadas *shark*

⁵² El origen de la regla de la neutralización en materia de OPAs es anglosajón si bien en estos momentos constituye una genuina aportación comunitaria deudora del ya mencionado Informe Winter sobre OPAs, de 10 de enero de 2002. La regla establecida en la normativa española que sigue la línea trazada en Alemania, Francia o el Reino Unido donde la regla general es la no neutralización salvo acuerdo en contrario de cada sociedad. La razón de ser del criterio adoptado es que la regla supone una ruptura o excepción al principio de supremacía de los accionistas ya que implica hacer inaplicables disposiciones estatutarias o pactos parasociales votados o pactados por todos. Por otro lado, algunos autores advierten que esta regla no discrimina entre ofertas que crean valor y las que lo destruyen pudiendo cualquier oferente beneficiarse de la regla de la neutralización. Asimismo, se estima que la neutralización no beneficia necesariamente a los accionistas minoritarios. Finalmente, se advierte que la utilización de medidas de neutralización puede favorecer la adopción de estructuras accionariales complejas que acaben frustrando el objetivo perseguido (PAREDES GALLEGO, *Reflexiones sobre la anunciada nueva normativa de OPAS*, Homenaje al profesor D. Rodrigo Uría González en el centenario de su nacimiento, núm. extraordinario 2006, www.uria.com, págs. 150-151; LARGO GIL, *La neutralización de las medidas anti-OPA preventivas*, Madrid, 2007, págs. 43 y sigs.).

⁵³ Las barreras técnicas son las que la sociedad puede adoptar mediante la modificación de los estatutos (emisión de acciones sin voto, limitaciones al derecho de voto, sindicatos de votos...). Por lo que se refiere a las medidas preventivas, éstas operan antes del anuncio de la oferta y se establecen con el fin de impedir la toma de control por parte de un oferente victorioso por ejemplo, la cláusula que prevé el nombramiento escalonado del consejo de Administración –*staggered boards*– (vid. BEBCHUK/COATES/SUBRAMANIAN, *The powerful antitakeover force of staggered Boards: theory, Evidence and policy*, 54 (2002), *Standford Law Review*, págs. 887-951; la previsión de mayorías reforzadas para acordar ciertas operaciones. En relación con ambos tipos de barreras, vid. FERRARINI, *La difese contro le opa ostili: analisi economica e comparazione*, Riv. Soc., septiembre-octubre, 2000 (1), págs. 743 y sigs. y 764 y sigs.

repellents–, es decir, las previas a la OPA (artículo 11 de la Directiva, artículo 60 ter LMV y 19 RD 1066/2007)⁵⁴. La regla es un instrumento que facilita o incentiva –teóricamente– el mercado de control haciendo que determinadas restricciones sean ineficaces o inaplicables, a saber las medidas contractuales y estatutarias limitadoras de derechos de voto o restrictivas de la libre transmisibilidad de los valores ante una oferta que ha tenido éxito⁵⁵ (restricciones en el derecho de voto, restricciones a la transmisión de acciones, es decir, medidas contractuales y estatutarias limitadoras de derechos de voto o restrictivas de la libre transmisibilidad de los valores). Por tanto, se aplica sobre la sociedad afectada por una OPA y a favor del oferente

⁵⁴ La solución adoptada en la Directiva ha sido objeto de críticas (un amplio estudio puede verse en ARLEN/TALLEY, *Unregulable Defenses and the perils of Shareholder choice*, Working Paper NYU Center for Law and Business, LLB-03-005). Sin embargo, otro sector de la doctrina estadounidense la había reclamado como consecuencia de la utilización por los Consejos del poder de proponer y aprobar medidas anti-OPA (BEBCHUK/COATES/SUBRAMANIAN, *The powerful antitakeover...*, pág. 887). En líneas similares se pronunciaron los expertos en el *Interim Report of the committee on capital markets regulation*. La neutralización, recogida en el artículo 11.4 de la Directiva, fue uno de los aspectos más controvertidos de la Directiva la cual sólo vio la luz una vez que se optó –renunciando así a una verdadera armonización– por una solución de compromiso tal y como resulta de la articulación de dos preceptos: el artículo 11 (neutralización) y el 12 (reciprocidad). En definitiva, aunque la idea perseguida inicialmente por la Directiva era la de establecer un *level playing field*, la Directiva finalmente aprobada no sólo reconoce la existencia de barreras a las OPAs (Considerando 21) sino que, lo que es más importante, autoriza su mantenimiento dejando a cada Estado en libertad para optar por establecer la regla del deber de pasividad de los administradores y la regla de la neutralización (o no aplicación de las restricciones a la transmisión de las acciones o a los derechos de voto tras el cierre de la OPA). Al respecto vid. SÁNCHEZ CALERO, J., *La armonización...*; DE CARLOS BERTRAN/DE CARDENAS SMITH, “Directiva de OPAs”, *Estudio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, II, Fundación de Estudios Financieros, pág. 232; así como el propio Dictamen del Consejo de Estado sobre el Anteproyecto de Ley, de 28 de septiembre de 2006.

⁵⁵ Esto es, cuando el oferente haya alcanzado el 75% o más del capital, dejan de surtir efecto, de forma continuada, determinadas medidas (artículo 11.4 Directiva y 60 ter LMV). La pérdida de eficacia se justifica por el hecho de que ha de facilitarse que el nuevo titular del control pueda modificar los estatutos o adaptar la administración de la sociedad al resultado de la OPA.

que ha tenido éxito en su oferta. Está basada en el principio de proporcionalidad entre capital y control; en el sentido de que quien soporta el mayor riesgo de empresa debe tener la capacidad de decisión en la sociedad, el control, y se fundamenta en razones de justicia. Pretende, por tanto, eliminar derechos de voto múltiple o plural en la Junta que vaya a decidir o autorizar la aplicación de las medidas defensivas post-OPA así como en la primera Junta general que haya de celebrarse tras la operación exitosa (artículo 11 de la Directiva y artículo 60 ter LMV). Es decir, cuando el oferente alcance un porcentaje del 75% o más del capital con derecho a voto en la sociedad afectada a resultas de una oferta por la totalidad tiene derecho a convocar una Junta general en la que se desactiven, parcialmente, las medidas defensivas (en ausencia de neutralización, la única alternativa para el oferente sería la de presentar una oferta supeditada a la eliminación de las restricciones por parte de la Junta general de accionistas, o bien en organizar una actuación concertada con varios oferentes)⁵⁶. La Ley otorga libertad para que cada sociedad decida si aplica o no medidas de neutralización conforme al artículo 103 LSA. Además la sociedad podrá decidir no aplicar las medidas de neutralización en su caso acordadas cuando el oferente no esté sujeto a medidas similares (reciprocidad).

Finalmente, la regla supone una excepción al principio de soberanía de los accionistas, dado que puede hacer inaplicables previsiones estatutarias o acuerdos parasociales votados o pactados por aquéllos. Por otro lado, el hecho de que en caso de neutralización se establezca una

⁵⁶ LARGO GIL, *La neutralización...*, pág. 31; GARCÍA DE ENTERRÍA, J, *Limitación del voto, actuación concertada, y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAs (II)*, Civitas, Madrid, 2002, pág. 271; GUERRA MARTÍN, *Control conjunto y directo de OPAs*, Madrid, 2004.

compensación adecuada por la pérdida sufrida por los titulares de derechos determinará, probablemente, que el recurso a la neutralización sea con carácter general escaso.

Realizadas estas consideraciones de orden previo, debemos centrar nuestra atención en el acuerdo de neutralización en sentido estricto⁵⁷. La neutralización, tal y como se diseña en la Directiva Comunitaria (artículo 11.4) va ligada a la celebración de la primera Junta general de accionistas en la sociedad afectada tras la culminación con éxito de la OPA⁵⁸. En definitiva, se reconoce al oferente el derecho a convocar una Junta general en la sociedad afectada dentro de un breve plazo después del cierre de la oferta con el fin de que el nuevo titular del control pueda modificar los estatutos y cambiar la composición del órgano de administración de la sociedad y en esa Junta general serán inoponibles las medidas sancionadas en el artículo 11.4 de la Directiva. Es decir, la neutralización se activa automáticamente al concurrir en esa Junta el oferente⁵⁹ pero no es necesario que se adopte una resolución formal en relación a la actualización de la neutralización.

⁵⁷ Vid. GARRIDO GARCÍA, *La oferta pública de adquisición de acciones en el Derecho europeo*, Noticias de la Unión Europea 252, págs 82–83).

⁵⁸ Así se refleja en el Considerando 19 de la Directiva: “Los Estados miembros deben adoptar las medidas necesarias para brindar a todo oferente la posibilidad de adquirir una participación mayoritaria en otras sociedades y ejercer plenamente el control de éstas. A tal efecto, deben suprimirse las restricciones a la transmisibilidad de valores, las limitaciones de voto, los derechos especiales de nombramiento y los derechos de voto múltiple durante el plazo de aceptación de la oferta, y cuando la junta general de accionistas decida sobre medidas de defensa, sobre la modificación de los estatutos de la sociedad o sobre el nombramiento o la revocación de miembros del órgano de administración o dirección en la primera junta general de accionistas tras cerrarse la oferta. Cuando los titulares de valores sufran una pérdida como resultado de la supresión de derechos, debe ofrecerse una compensación equitativa con arreglo a las modalidades técnicas que establezcan los Estados miembros”.

⁵⁹ Llegado ese momento, el oferente no puede desactivar la neutralización a conveniencia ante la posibilidad de que se hubiera formulado una OPA por un tercero o existiera el

Ahora bien, curiosamente, ni en el artículo 60 ter LMV ni en el RD sobre OPAs hay referencia alguna a esa Junta post-OPA a que alude la Directiva ni tampoco se reconoce al oferente el derecho a convocatoria. En efecto, aún cuando el artículo 29 RD 1066/2007 se ocupa en general del régimen de neutralización y establece el régimen jurídico para la adopción de las decisiones sociales oportunas (la relativa a la aplicación de la neutralización y la contraria), no se refiere a ninguna posterior al cierre o conclusión de la OPA en la que ha de ponerse en práctica la neutralización⁶⁰ por lo que desconocemos el plazo de que se dispone para celebrarla.

Este olvido del legislador contrasta con el fundamento de la neutralización que, sin lugar a dudas, está pensada para permitir que en la primera Junta que se celebre en la sociedad afectada después de la liquidación o cierre de la oferta, el oferente y actual accionista de control pueda ejercitar los derechos que le corresponden en la parte de capital de la que es titular; es decir, es necesaria para que se ponga en práctica la neutralización. En este sentido, esta Junta es relevante con vistas a que el oferente o actual titular modifique los estatutos de la sociedad afectada adecuándolos a la actual situación y a sus intereses: eliminar las limitaciones al derecho de voto, revocación de los administradores y nombramiento de otros nuevos si la neutralización ha impedido oponer las medidas defensivas

proyecto de hacerlo. En ese caso, la sociedad afectada deberá rearmarse si lo considera oportuno adoptando un acuerdo conforme a lo previsto en el artículo 60 bis LMV (LARGO GIL, *La neutralización...*, pág. 207).

⁶⁰ Sobre las posibles razones que han llevado a ello puede verse con detalle: LARGO GIL, *La neutralización...*, págs. 276 y sigs. y 295 y sigs.

en el intento de adquirir el control, sus efectos deben perdurar cuando de lo que se trata es de reflejar ese control en acuerdos societarios.

El legislador español no reconoce expresamente al oferente el derecho “especial” a convocar Junta general en la sociedad afectada a diferencia de lo que establece la Directiva en el artículo 11.4. La Directiva parte del reconocimiento a favor del oferente de la facultad de convocar una Junta con el fin de adoptar los acuerdos señalados. No se trata de una precisión de la legitimación de convocar Junta al amparo de lo establecido en el artículo 100.2 y 3 LSA procediendo, en caso de que no se atendiera su solicitud, a la convocatoria judicial (artículo 101 LSA)⁶¹ sino de un derecho personal e indiscutible para convocar la Junta a favor de ese titular de una participación superior al 75% del capital. Sin embargo, esta legitimación no ha recibido un reconocimiento expreso en nuestro ordenamiento (ni en el artículo 60 ter LNV ni en la LSA).

La convocatoria de la Junta deberá ajustarse a las formalidades prescritas por el Derecho de sociedades en el artículo 97 LSA.

⁶¹ No compartimos la opinión defendida por un sector doctrinal que considera que en el sistema español se confiere un derecho especial al oferente para convocar directamente la Junta general sin mediación de los administradores (LARGO GIL, *La neutralización...*, pág. 296). La autora señala que aunque la Ley guarde silencio al respecto, debe entenderse que nada impide al oferente llevar a cabo esa convocatoria de forma directa, ahí es donde radica lo extraordinario del derecho conferido porque decir que puede instar a los administradores para que convoquen no tiene nada de extraordinario según jurisprudencia que recoge la propia autora, la facultad de solicitar la convocatoria de la Junta es uno de los derechos básicos e inderogables de los accionistas. Desde nuestro punto de vista, el reconocimiento de una facultad tan excepcional como esa –atribuyendo un derecho personal para convocar la Junta a favor del oferente– sólo podría tener cabida mediante el consiguiente reconocimiento expreso bien en la legislación de OPAs (en el artículo 60 LMV) bien modificando el artículo 100 LSA incluyendo ese supuesto especial.

5) La regla de la reciprocidad.

A lo largo del presente trabajo hemos hecho referencia en reiteradas ocasiones a la regla de reciprocidad. Como es sabido, la Directiva establece un complicado sistema para que los Estados miembros y las compañías apliquen o no las reglas de pasividad y neutralización. Pues bien, la reciprocidad forma parte de ese entramado diseñado como solución de compromiso para favorecer la aprobación definitiva de la Directiva.

Conforme a lo que establece el artículo 12.3 de la Directiva, los Estados Miembros podrán eximir a las sociedades de la *passivity rule* y de la *breakthrough* si son objeto de una oferta por parte de una sociedad que no aplica las mismas disposiciones que la Sociedad afectada (por tanto, sólo puede entenderse si partimos de la idea de que es una solución de compromiso para lograr la aprobación de la Directiva y que el interés protegido no es otro que autoprotección de las empresas nacionales). Es decir, mientras que para la Sociedad afectada rige el principio de ineficacia de medidas defensivas, no lo hace para aquélla. Dos son las condiciones que han de concurrir para que entre en juego la reciprocidad. La primera es que la sociedad ha de ser objeto de una OPA y la segunda que el oferente no aplique la neutralización, es decir, que no se haya sometido a las mismas disposiciones que la sociedad *target*. Por ejemplo, una sociedad que hubiese excluido el juego de la citada regla; esta última puede inutilizar la aplicación de la neutralización. Se trata, en cualquier caso, de una reciprocidad no entre legislaciones nacionales sino entre las disposiciones estatutarias de las concretas sociedades implicadas en una determinada OPA.

Ahora bien, la fórmula adoptada por el legislador nacional no determina en qué momento puede adoptarse la exención. Parece razonable entender que ésta podrá acordarse en cualquier momento si bien lo lógico será que se acuerde en el momento en que se conozca o se formule la OPA. Tampoco resuelve otro problema ciertamente complejo. La reciprocidad debe ser aplicada frente a un determinado sujeto: la sociedad que ha presentado la OPA y cuyas medidas defensivas no se neutralizan; pero, ¿qué sucede cuando junto a ese oferente concurren otros? Desde esta perspectiva, la Ley no ofrece ninguna solución para el caso de las OPAs concurrentes⁶².

La neutralización se ha configurado en nuestra legislación como una opción abierta de tal manera que las sociedades pueden decidir que se aplique sólo con respecto de algunas de las medidas anti-OPA prefijadas en la Directiva. Así resulta de lo dispuesto en los artículos 60.ter.1 LMV y 29.2.a)iii) y iv) del Real Decreto 1066/2007.

Por tanto, la regla permite o implica que cada sociedad pueda derogar la norma que establece el deber de pasividad y la neutralización mediante el oportuno acuerdo adoptado como máximo 18 meses antes de que la oferta se hubiera hecho pública. No se entiende muy bien el porqué de ese plazo que no resulta coincidente con ninguna otra convocatoria de Junta por lo que lo más probable será que la referida cuestión se incorpore anualmente al orden del día de la Junta que haya de aprobar las cuentas anuales ya que en otro caso bien habría que convocar Junta en los seis meses siguientes o, si la Junta no renueva ese acuerdo, quedaría desprotegida. Ello supone, en definitiva, dejar en manos de los administradores el control sobre la reciprocidad o neutralización de las medidas defensivas porque cuanto que

⁶² Vid. SÁNCHEZ CALERO, J., *La armonización...*, págs. 49 y sigs.

son ellos quienes, en principio, convocan la Junta y fijan el orden del día. De nuevo nos encontramos con uno de los conflictos característicos de las OPAs: la lucha por mantener el control por parte de los administradores frente a los intereses de los accionistas.

Poco más aclara el legislador acerca de las particularidades de esta Junta o de la adopción del acuerdo a excepción del sometimiento a lo dispuesto en el artículo 103 LSA y de la necesidad de que se elabore un Informe por parte de los administradores. Así pues, el precepto suscita algunas dudas como por ejemplo, si ha de entenderse que la Junta que decida acerca de esta cuestión ha de ser una Junta convocada *ad-hoc* en la que –salvo que se trate de una Junta general ordinaria– no puede decidirse sobre ningún otro asunto distinto.

IV. Conclusiones

El modelo comunitario de medidas defensivas anti-opa difiere sustancialmente de la experiencia norteamericana. Así, mientras en los modelos continentales entre los que se encuentra España, optan por una prohibición general de adopción de medidas defensivas y, por tanto, por un deber de pasividad, el modelo norteamericano a través de la *Business Judgment Rule* deja un margen a la discrecionalidad de los administradores, una cierta inmunidad en relación con la adopción de decisiones empresariales que no serán cuestionadas por los Tribunales en tanto los administradores prueben que procedieron estando informados, actuando de buena, en el mejor interés de la sociedad y adoptando medidas defensivas

proporcionadas al peligro que la oferta presentaba para la sociedad. Nuestro modelo se caracteriza pues, por prohibir la adopción de medidas defensivas en tanto no sean autorizadas por la Junta general de accionistas.

Sin embargo, se echa en falta en el modelo español una especificación de los deberes de los administradores ante una OPA que vaya más allá de la mera *passivity rule* de cualquier medida defensiva a la aprobación de la Junta puede dar lugar a la paralización o retraso en la adopción de importantes decisiones empresariales así como a convocatorias innecesarias de Juntas generales. Es por ello por lo que estimamos que, quizás, en las sociedades cotizadas, debería incorporarse una figura similar a la establecida en las sociedades cooperativas: la “Asamblea general de Delegados”. Sólo así podría asegurarse la intervención de los accionistas a la par que se ofrece un sistema de respuesta ágil y rápido.

Consideramos que, con independencia de que fuera conveniente –en líneas generales– introducir en nuestro Ordenamiento la *Business Judgement Rule* –en una versión adaptada a nuestro modelo como ya ha hecho el legislador alemán– en relación con las OPAs deben ser los accionistas quienes decidan si aceptar una oferta y a qué precio. El principio de neutralidad en cuanto regla general debería admitir excepciones ligadas al interés general de la sociedad y, en particular, al interés de los accionistas.